

UNIVERSITÉ DE PARIS

FACULTÉ DE DROIT

ÉTUDE CRITIQUE

DES DIFFÉRENTS MODES D'ÉMISSION

DES EMPRUNTS

DE L'ÉTAT FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

Albert DELAMOTTE

Soutenue le Vendredi 28 Juin 1901, à une heure.

PRÉSIDENT : M. SOUCHON

SUFFRAGANTS : { MASSIGLI, } *Professeurs.*
JAY, }

LEVALLOIS-PERRET

IMPRIMERIE CRÊTE DE L'ARBRE

55, RUE FROMONT, 55

—
1901



THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

ÉTUDE CRITIQUE
DES DIFFÉRENTS MODES D'ÉMISSION
DES EMPRUNTS
DE L'ÉTAT FRANÇAIS

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS

FACULTÉ DE DROIT

ÉTUDE CRITIQUE

DES DIFFÉRENTS MODES D'ÉMISSION

DES EMPRUNTS

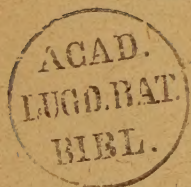
DE L'ÉTAT FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

Albert DELAMOTTE

Soutenue le Vendredi 28 Juin 1901, à une heure.



PRÉSIDENT : M. SOUCHON

SUFFRAGANTS : { MASSIGLI, } Professeurs.
JAY,

LEVALLOIS-PERRET

IMPRIMERIE CRÉTÉ DE L'ARBRE

55, RUE FROMONT, 55

1901

BIBLIOGRAPHIE

Audiffret (Marquis d'). — Système financier de la France, in-8°.

Becker (H.). — Les emprunts d'États étrangers en France (étude), in-8°.

Bertheau (H.). — Dictionnaire général de Droit et de Jurisprudence.

Bonnet (V.). — Le Crédit et les Banques d'émission, in-8°.

Boreau-Lajanadie. — Rapport sur l'emprunt Morgan.

Boucard (Max) et **Jèze** (Gaston). — Éléments de la Science des Finances et de la Législation financière française, in-8°.

Calmon (A.). — Histoire parlementaire des Finances de la Monarchie de Juillet, in-8°.

Calmon (A.). — Histoire parlementaire des Finances de la Restauration.

Calmon (A.). — Discours parlementaires de M. Thiers, édités par Calmon.

Cauwès. — Cours d'économie politique, in-8°.

Courcelle-Seneuil. — Traité théorique et pratique d'économie politique, in-8°.

Courcelle-Seneuil. — Traité théorique et pratique des opérations de banques, in-8°.

Cucheval-Clarigny. — Essai sur l'amortissement et sur les emprunts d'États, in-8°.

Cucheval-Clarigny. — Les Finances de la France de 1870 à 1891, in-8°.

Garnier (Joseph). — Traité de Finance, in-8°.

Gomel (Ch.). — Les Causes financières de la Révolution française, in-8°.

Gomel (Ch.). — Histoire financière de l'Assemblée Constituante (1789-1791), in-8°.

Hamilton. — Recherches sur la Dette nationale de la Grande-Bretagne.

Isaac-Pereire. — Questions financières (brochure), in-8°.

Jacob (de). — Science des Finances exposée théoriquement et pratiquement, trad. de l'allemand, par H. Jouffroy.

Leroy-Beaulieu (Paul). — Traité de la Science des Finances, 6^e édition, in-8°.

Lévy (A.). — (Thèse). Les emprunts de la Ville de Paris (1896).

Maurize. — Des emprunts publics et de leurs conséquences, in-8°.

Nervo (Baron de). — Les Finances de la France sous la Restauration, in-8°.

Say (Léon). — Les Finances de la France. Une année de discussion du 15 décembre 1881 au 20 décembre 1882, in-8.

Say (Léon). — Les Finances de la France sous la Troisième République. André Liesse, in-8°.

Say (Léon). — Dictionnaire des Finances, grand in-8°.

Say (Léon) et **Chailley** (J.). — Nouveau Dictionnaire d'économie politique, grand in-8°.

Stourm (René). — Les Finances de l'Ancien régime et de la Révolution, in-8°.

Trinquat. — De l'amortissement des emprunts d'États (thèse 1899).

Vührer. — Histoire de la Dette Publique en France, in-8°.

La Grande Encyclopédie.

L'Économiste Français.

Journal des Économistes.

Revue d'Économie politique.

CHAPITRE PREMIER

GÉNÉRALITÉS SUR LES EMPRUNTS

- § I. Importance de la Dette Publique dans les principaux États; tendance générale vers l'Emprunt.
- § II. De l'Emprunt dans ses rapports avec les autres procédés, pour un État, de se procurer les fonds dont il a besoin.
- § III. Caractères des Emprunts en général. Leurs avantages.
- § IV. Modalités des Emprunts.
- § V. De l'exagération des Emprunts; moyen d'y remédier par l'amortissement.

§ I

IMPORTANCE DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PRINCIPAUX ÉTATS ; TENDANCE GÉNÉRALE VERS L'EMPRUNT.

A notre époque où le crédit public a pris un grand développement, il nous a paru intéressant de rechercher quel est le meilleur moyen pour un État de se procurer les fonds dont il a besoin. Nous croyons tout d'abord devoir donner un aperçu général du crédit public envisagé au point de vue économique et financier. Un État est forcément obligé de recourir au crédit; de quelque façon qu'il procède à la rentrée de ses impôts, il ne pourra jamais absolument l'équilibrer avec ses dépenses, et il se trouvera un moment où une avance de fonds, quelquefois très importante, lui sera nécessaire pour parer aux dépenses les plus urgentes. D'un autre côté, il y a des cas où des sommes considérables lui seront nécessaires pour l'exécution de travaux publics, ou bien pour le paiement de dépenses résultant d'une guerre ou bien encore pour la réfection de l'armement ou tout autre cause.

C'est ce qui explique l'origine de la Dette Publique sur laquelle il serait téméraire de porter un jugement absolu puisqu'elle provient de causes désastreuses aussi bien que de causes profitables à l'avenir économique d'une nation; quoiqu'il en soit, à l'heure actuelle, la Dette a pris un accroissement étonnant et souvent même excessif.

Il nous a paru intéressant de donner, ici, quelques chiffres du montant des Dettes Publiques des principaux États européens à un certain moment donné : nous verrons par ce tableau que le chiffre de la Dette française vient en première ligne avec un chiffre deux fois supérieur à la Dette de l'État le plus endetté après nous.

Ces chiffres sont extraits du Répertoire de M. Bertheau, d'après l'*Économiste Européen* en 1892 :

La Dette de la France se montait à 30 milliards 611 millions (1), depuis elle n'a pas beaucoup varié; puisqu'il n'y a pas eu de nouvel emprunt.

L'Angleterre qui vient après la France n'a qu'une Dette de 16 milliards 941 millions. L'Autriche-Hongrie 15 milliards 413 millions. L'Allemagne 13 milliards 498 millions. L'Espagne 6 milliards 207 mil-

(1) Voici diverses évaluations :

M. Stourm, 29 milliards 1/2 non compris la Dette viagère (*l'Economiste Français*, 11 août 1888); M. Leroy-Beaulieu, 31 milliards 7; M. de Folleville, 32 milliards; MM. Buffet et Boulanger, au Sénat, 30 milliards; M. Pelletan, 30 milliards (Rapport sur la situation financière, Chambre, annexes, session extraordinaire, 1890, p. 233 et suivantes). Dans le rapport sur le budget de 1893 (session 1892, Chambre, annexes, p. 1687) M. Poincaré l'évalue à 30 milliards 6.

lions. (Mais elle a vu sa dette s'accroître de près de 2 milliards par sa guerre malheureuse avec les États-Unis.) L'Italie 12 milliards 449 millions. Le Portugal 3 milliards 269 millions. La Turquie 2 milliards 611 millions. La Hollande 2 milliards 375 millions. La Belgique 2 milliards 314 millions. La Roumanie 1 milliard 32 millions. Quant à la Russie, elle se trouve dans une situation à part, par suite de la transformation des rentes-papier en rentes-métalliques. Le chiffre de la Dette russe qui était de 17 milliards 324 millions en 1892 s'est encore accru de plusieurs emprunts réalisés depuis sur les différents marchés ; et récemment encore, le 18 mai 1901, la Russie faisait un emprunt de 424 millions.

Ces chiffres laissent rêveurs, on comprend que certains hommes d'État se soient efforcés d'enrayer l'accroissement progressif de ces formidables engagements des États et en particulier de l'État français ; mais il faut malheureusement reconnaître qu'ils n'ont guère réussi jusqu'à présent.

Quand on considère le chiffre de la Dette Publique française, on est frappé de ce fait qu'elle a plus que doublé depuis nos revers de 1870-1871 (1) ; mais il est

(1) Elle n'était alors que de 12 milliards 454 millions. D'après un article de M. Paul Leroy-Beaulieu, du 7 octobre 1899 dans l'*Économiste français*, elle serait à cette date de 30 milliards 15 millions se décomposant en : 22 milliards de rentes perpétuelles 3 0/0 et 3 1/2 0/0 ; 1 milliard 15 millions pour la Dette flottante et 7 milliards pour la Dette remboursable à terme (le 3 0/0 amortissable étant compris pour 3.861 millions.)

La dette anglaise à cette même date serait de 638.266.482 £, soit, à 25,20 la livre, 15 milliards 970 millions.

juste d'ajouter que si la guerre nous a coûté directement ou indirectement 11 milliards 1/2, il faut aussi tenir compte de ce fait que nous avons plus que doublé notre réseau de voies ferrées et notre réseau télégraphique sans parler des autres travaux publics (routes et écoles, par exemple).

Tous les États, sauf l'Angleterre et la Turquie, ont augmenté leur Dette depuis 1870. Cela nous permet de constater que la tendance de la politique européenne à la fin du xix^e siècle et son résultat final, c'est l'emprunt. Les divers États y sont d'autant plus portés que le procédé est très attirant, puisqu'en leur fournissant un capital considérable, il ne grève que relativement peu leurs budgets, par la rente à servir, leur permettant ainsi d'écarter, pour le moment, toute idée d'amortissement.

Voici d'après M. Merlou, député, dans son rapport sur le budget général de l'exercice 1900 (Chambre 1899, annexe n° 1136, page 16) le chiffre actuel d'arrérages de la Dette à payer par tête d'habitant : Angleterre 15,50; Autriche 18; Belgique 19; Pays-Bas 14; Prusse 14; France 30.

§ II

DE L'EMPRUNT DANS SES RAPPORTS AVEC LES AUTRES
PROCÉDÉS, POUR UN ÉTAT, DE SE PROCURER LES FONDS
DONT IL A BESOIN.

Par quels procédés, une nation se procure-t-elle les fonds disponibles dont elle a besoin ? Il y en a quatre principaux : premièrement, les réserves métalliques ou mobilières, ou Trésor de paix ou de guerre ; deuxièmement, l'emprunt ; troisièmement, l'impôt et quatrièmement, les contributions extraordinaires sur le capital.

Nous allons procéder à l'examen sommaire de chacun d'eux :

1° L'État peut avoir dans ses caisses un Trésor de paix ou de guerre ; c'était un procédé très en faveur autrefois et que beaucoup de princes ont employé, tels Henri IV et Frédéric Guillaume I^{er}. Aujourd'hui il n'y a guère que l'Allemagne qui en ait un et encore se trouve-t-il très fortement entamé par les ressources toujours croissantes dont cet État a besoin pour maintenir son hégémonie militaire. Son budget pour

les dépenses militaires et d'à peu près 1.200 millions, alors que le nôtre se monte annuellement à 1.175 millions.

(Rapport général du budget par M. Boudenoot ; Chambre, annexes n^{os} 1.158 p. 21 et s.).

L'abandon de ce système de réserves s'explique par ce fait que l'idée de crédit en se développant à travers les nations modernes, rendait inutile l'immobilisation de capitaux improductifs dans une caisse appelée Trésor de guerre ou de paix. Évidemment, avec un Trésor, en temps de guerre, on a sous la main une somme assez forte qui permet plus facilement l'entrée en campagne ; mais le Trésor, si important qu'il soit, devra se trouver à un moment donné, surtout si la guerre se prolonge, insuffisant pour l'alimenter pendant toute sa durée ; aussi l'heure arrivera-t-elle où on sera obligé de recourir à un emprunt qu'on ne pourra réaliser que dans de très mauvaises conditions. Il est vrai de faire remarquer que chez nous, le Trésor de guerre est remplacé par l'encaisse de la Banque de France, dont le gouvernement pourrait se saisir par une loi.

2° L'emprunt est la conséquence naturelle du crédit et, sous diverses formes, on le retrouve comme un des premiers actes économiques dans toutes les associations humaines. Pour les particuliers, il est à peu près le seul moyen de fournir à l'entrepreneur, les capitaux qui lui manquent ; pour les États, il est souvent indispensable lorsque des sommes importantes doivent être payées pour frais de guerre, pour des

travaux publics ou pour régler les dettes antérieures trop importantes. A l'origine, les emprunts effectués par l'État, affectaient trop souvent la forme spoliatrice d'emprunt forcé ; mais au fur et à mesure que se formait une plus complète connaissance des droits et des devoirs de chacun, ces errements disparurent et actuellement, au moins chez les nations civilisées, les emprunts sont librement contractés et c'est par leur volonté seule que les prêteurs se constituent créanciers de l'État, il faut alors que l'État se montre fidèle dans l'exécution de ses engagements.

Ainsi s'exprimait Hume (*Du Crédit Public*, p. 132) : « L'État est un débiteur qu'aucun homme ne peut obliger de payer. La seule action que ses créanciers aient contre un État est dans l'intérêt de l'État à se conserver son crédit. »

Nous ne croyons pas sortir de notre sujet en donnant ci-après l'opinion du savant économiste Léon Say :

« Le crédit et l'emprunt, l'un aussi bien que l'autre, se perpétueront aussi longtemps que la civilisation maintiendra son empire ; car ils rassemblent chaque jour les deux éléments constitutifs de la vie des nations : le travail et le capital, l'action et l'instrument, l'intelligence et l'outil. D'un côté, un capital inutile et improductif, de l'autre, un être actif dénué de moyens matériels, c'est-à-dire insuffisance d'une part, impuissance de l'autre, jusqu'au moment où le crédit, réunissant ces deux faiblesses, en fait une force, jusqu'au jour où, en vertu d'un contrat passé

entre le possesseur de capitaux et l'entrepreneur, le capital fécondé par le travail, enfantera des produits nouveaux, lesquels après avoir rémunéré d'abord l'association, formeront ensuite d'autres capitaux qui circuleront à leur tour dans le mouvement social. L'emprunt ou le crédit n'apportent donc pas seulement un avantage immédiat aux prêteurs et aux débiteurs, ils concourent aussi par une sorte de mutualité et d'assistance réciproques à l'augmentation générale de la productivité humaine. » (L. Say, *Dictionnaire des Finances*, p. 54.)

Il n'est pas téméraire d'affirmer, avec d'Audiffret, « que l'avènement du Crédit Public a produit une révolution non moins décisive pour la force des gouvernements, que la découverte de la poudre à canon, pour celle des instruments de guerre. Nous ajouterons en poursuivant cette comparaison que l'usage de ces deux puissances nouvelles présente de graves dangers lorsqu'il n'est pas soumis à des conditions indispensables de prudence et de modération. Ainsi les emprunts peuvent consommer la ruine d'un État, s'ils dépassent la faculté des peuples et leurs moyens de remboursement, comme l'excès de la poussière fulminante peut briser la main imprévoyante qui l'aurait employée sans discernement et sans mesure. Mais il existera toujours entre ces deux agents de la force publique, une distance égale à celle qui sépare les efforts physiques de l'influence morale; les bornes qui arrêtent les premiers sont bien plus étroites que celles où la seconde peut atteindre. Le plus admirable attribut

du crédit est de n'avoir d'autre terme que celui de la confiance générale et des ressources qu'elle peut réaliser, c'est-à-dire de s'étendre et de se développer avec la même rapidité et la même énergie que le sentiment de la justice de l'administration, que l'activité du travail national, que la satisfaction et la sécurité de tous les intérêts. » (d'Audiffret, *Système financier de la France*, p. 214, t. I.)

On a cependant beaucoup écrit et beaucoup discuté sur la valeur de l'emprunt, au XVIII^e siècle les auteurs étaient déjà partagés; des savants comme Mortimer, Pinto, Melon, Voltaire, Condorcet, Berkeley soutenaient que l'emprunt est toujours un bien, comme E. de Girardin et Isaac Pereire de nos jours; tandis que Hume, Montesquieu, Ad. Smith, Ricardo, J.-B. Say et Gladstone aujourd'hui, soutiennent qu'il est toujours un mal.

Il est à remarquer que les partisans de l'emprunt étaient presque tous des philosophes tandis que ses adversaires étaient des économistes.

A l'appui de la théorie optimiste sur l'emprunt, on fait valoir qu'un État qui emprunte ne doit qu'à lui-même; il ne s'appauvrit donc pas. L'argent qui est demandé aux souscripteurs leur étant rendu comme rentiers. M. Paul Leroy-Beaulieu (*Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 224 et s.) ne voit dans cette opinion qu'un cercle vicieux et dit que s'il n'y avait pas d'emprunts, les contribuables n'étant pas forcés de payer un supplément d'impôts trouveraient un placement de leur argent disponible, dans

des entreprises commerciales ou industrielles, ce qui serait préférable à tous les points de vue et pour eux-mêmes et pour la collectivité. En effet, l'Industrie et le Commerce doivent leur donner un intérêt plus élevé que celui que leur servira l'État, et celui-ci devra naturellement profiter du développement de ces forces vives du pays.

En somme, lorsqu'il n'y a pas d'emprunt, le capitaliste ne perd rien et le contribuable gagne l'impôt qu'il n'a pas à payer.

Dans le système pessimiste des économistes, au contraire, l'emprunt est, dit-on, toujours un mal.

La facilité d'emprunter amène rapidement les États aux dépenses folles et aux entreprises téméraires voire même à la guerre (1).

L'emprunt permet aussi de rejeter sur les générations futures, le poids des fautes actuelles et le paiement de dépenses dont profite exclusivement la génération présente (2) ; l'emprunt, enfin, anéantirait l'épargne.

Ces critiques sont fort exagérées, car loin de l'anéan-

(1) On peut faire cependant remarquer qu'il y a des guerres nécessaires. Défense de l'indépendance et des libertés publiques contre l'étranger.

(2) Si cette idée est vraie pour les guerres du second empire, dont tous les frais ont été soldés exclusivement par des emprunts ; elle ne l'est pas du tout, croyons-nous, pour les dépenses utiles (travaux publics, construction de chemins de fer, etc.). Tel le plan, Freycinet, qui exigeait 3 milliards 500 millions, soutenu par Léon Say et pour lequel fut en partie créé le 3 0/0 amortissable, (V. Léon Say, *Histoire des Finances sous la troisième République* et Max Boucard et G. Jèze 2^e fascicule, p. 442 et s.)

tir, il la favorise et c'est par un emploi intelligent et discret de l'emprunt qu'on pourra parvenir à réduire dans de fortes proportions les charges écrasantes qui pèsent sur le peuple.

Le titre de rente démocratisé, c'est-à-dire mis à la portée de tous par la facilité de souscription fait sortir les écus des bas de laine ; il initie les citoyens aux choses financières et les intéresse à la bonne gestion des Finances Publiques par l'appel à l'épargne.

Il nous paraît aussi très équitable de faire supporter aux générations futures une partie des dépenses dont elles profiteront dans une très large mesure par l'exécution de travaux qui donneront un nouveau développement à la vie économique.

3° Si nous passons maintenant au troisième procédé, pour l'État, de se procurer les fonds dont il a besoin, l'impôt ; nous verrons qu'il a été défendu, notamment, par les économistes disciples d'Adam Smith, J.-B. Say, Ricardo et de nos jours M. Gladstone.

Ces économistes défendent cette façon de procéder, parcequ'elle ne grève pas l'avenir ; mais si l'impôt est un moyen excellent en temps de paix ; en temps de guerre, c'en est un fort mauvais principalement à cause de la lenteur de la rentrée des sommes perçues ou à percevoir, et encore n'est-il bon que lorsqu'il ne s'agit que de sommes relativement faibles ; mais si les besoins exigent une somme considérable nous ne voyons pas très bien par quels procédés on pourrait faire admettre au contribuable de payer immédiatement comme impôt une somme qu'il peut avancer à

l'État moyennant un intérêt ; il y a là comme une violation des droits individuels. De plus par le procédé de l'impôt on enlève à une partie des capitaux disponibles une voie de production qui peut avoir une très forte répercussion sur la production économique d'un pays. Il est vrai qu'on peut répondre à la lenteur de l'impôt que l'on peut y remédier en émettant des billets d'État ou des bons du Trésor remboursables à court terme ainsi que l'a fait l'Angleterre pendant la guerre de Crimée, ce qui n'est, en somme, qu'une forme de l'emprunt.

Quant à nous, nous admettrons avec beaucoup d'économistes que le mot de Jacques Laffite, dans ses *Réflexions sur la réduction de la Rente et sur l'état du Crédit*, reste profondément vrai. « Le contribuable se plaint, il est prêt à se révolter quand on lui demande au delà d'une certaine somme d'impôts. Le capitaliste, au contraire, se présente de lui-même et vient vous offrir le capital dont vous avez besoin. L'un de ces procédés est difficile et dangereux ; l'autre facile et commode. C'est que l'impôt prend les capitaux où ils ne sont pas ; il les prend dans les bourgs, dans les campagnes, souvent les plus incultes et les plus pauvres ; l'emprunt les prend où ils sont, dans les grandes villes et les capitales. L'impôt les prend où ils coûtent 10, 12 et quelquefois 15 0/0 : l'emprunt, là où ils coûtent 3, 4 à 5, et où ils s'offrent d'eux-mêmes. »

4° *Contributions extraordinaires sur le capital.*

— Quant à ce quatrième moyen pour un État de se

procurer des ressources, moyen qui a été prôné surtout après les événements de 1871, par MM. Philippoteau et de Carayon-Latour et qui consiste à frapper le capital des citoyens d'une contribution extraordinaire, proportionnelle à la fortune de chacun, nous ne nous y arrêterons pas ; car si cette idée est acceptable en théorie, en pratique elle est presque irréalisable. C'est en effet revenir sous une autre forme à l'impôt sur le revenu ou à l'emprunt forcé. Comment évalueriez-vous le capital de chacun ? Dans quelles proportions le frapperez-vous ? Autant de questions, autant de difficultés ; car pour vous procurer une somme considérable, il vous faudra frapper le capital de chacun dans des proportions énormes qui gêneront forcément et entraveront la richesse de la nation. Et puis, combien de fortunes sont réalisables immédiatement telles que celle d'un propriétaire foncier, d'un industriel ou d'un commerçant ; comment voulez-vous forcer un de ces trois personnages à vous verser immédiatement une quotité de sa fortune ? Ce sera très souvent la ruine de ce commerçant, de cet industriel ou de ce propriétaire.

La conclusion à tirer de cet exposé, conclusion généralement admise aujourd'hui, est qu'il n'y a qu'un procédé, pour un État, de se procurer rapidement et avantageusement les ressources dont il a besoin, dans certains cas, c'est l'emprunt lorsque la situation financière le permet.

C'est par un emploi intelligent de l'emprunt,

comme l'a fort bien dit Isaac Pereire (1), qu'on pourra parvenir à réduire dans de fortes proportions les charges écrasantes qui pèsent sur le peuple.

Jusqu'à présent les emprunts n'ont servi qu'à solder des dépenses extraordinaires et à délivrer les contribuables de la crainte de voir à certains moments les impôts augmenter exceptionnellement leurs charges dans de fortes proportions. On ne les a pas encore envisagés comme pouvant et devant servir à dégrever les impôts, à des réformes dans le genre de celles de Robert Peel, ayant pour but la diminution des impôts de consommation, de ces impôts qui sont l'une des principales sources du malaise social, du mécontentement légitime des masses profondes du peuple.

Au point de vue de leur objet, les emprunts peuvent être envisagés sous les trois formes suivantes :

- 1° Les emprunts de guerre, c'est-à-dire contractés pour la guerre ou en régler les conséquences ;
- 2° Les emprunts pour combler les déficits budgétaires ;
- 3° Les emprunts contractés pour les travaux d'utilité publique.

On pourrait être tenté à première vue, de les critiquer, sauf bien entendu ceux contractés pour des travaux publics.

Beaucoup d'économistes de notre temps, en effet, sont très sévères pour l'emprunt en général ; ils en

(1) *Questions financières. Réforme de l'impôt par l'emprunt*, par Isaac Pereire (brochure de 1877).

contestent la légitimité, même l'utilité. Il serait toujours un mal et la cause de toutes les calamités, notamment de la guerre ; à l'appui de cette thèse on fait remarquer que l'empire n'aurait pas entrepris les guerres d'Italie, de Crimée et du Mexique s'il n'avait su trouver derrière lui les ressources dont il avait besoin pour subvenir aux dépenses de ces différentes expéditions. Cette opinion nous paraît à la rigueur soutenable ; mais il n'en faut pas faire retomber la responsabilité sur l'emprunt : car si le but poursuivi est mauvais, l'effet en peut-être défendable. On dit aussi que l'emprunt accroît l'inégalité sociale en enrichissant les capitalistes et en accablant les travailleurs ; on a même été jusqu'à soutenir qu'il y avait une classe de gens, et non pas la moins influente, celle des banquiers et des manieurs d'argent, qui par intérêt personnel et par préjugé d'éducation, serait disposée à vanter le système des emprunts à outrance. Nous voyons dans cette idée une très grande part d'exagération, car la vie d'une banque ne tient pas tout entière dans l'émission des emprunts, et, si l'on adoptait comme on le prétend l'idée des emprunts à outrance, les banques et les banquiers veraient bientôt leur existence fortement menacée par suite du phénomène de la raréfaction des capitaux. Si nous admettons que les emprunts publics ne sont ni un bien, ni un mal, nous pensons que la faculté de contracter un emprunt est toujours un bien incontestable pour un État ; le Crédit Public étant une force respectable et utile comme le Crédit Privé.

§ III

CARACTÈRES DES EMPRUNTS EN GÉNÉRAL LEURS AVANTAGES.

Exposons maintenant les principaux caractères de l'emprunt : 1° Il n'est pas productif de richesses en lui-même ; cela s'explique par ce fait que l'argent versé rentre dans les caisses du trésor pour en sortir sous forme d'intérêts. Cependant, quand l'étranger vient souscrire à nos emprunts, on ne peut dire avec Condorcet qu'ils sont mauvais par cela seul qu'une partie des intérêts est payée à des étrangers n'ayant nul avantage à faire servir leur capitaux aux progrès de l'industrie nationale. Nous pensons au contraire que les capitaux étrangers en entrant en France contribuent au développement économique de notre pays ; ils y subissent une transformation ; les intérêts que nous paierons à l'étranger seront comme une prime les engageant à venir nous apporter leurs capitaux disponibles. Il pourrait être dangereux que les apports étrangers dépassassent une certaine limite, car alors

notre marché financier mis à la merci du prêteur étranger lui procurerait une influence désastreuse pour nous.

2° L'emprunt stimule l'esprit d'économie et développe le crédit. Beaucoup de personnes, en effet, craignant les aléas des placements industriels et autres ont un débouché tout trouvé dans les fonds publics. Ils ne faut pas croire que la totalité de la somme empruntée soit retirée de la circulation industrielle. Il est certain que les emprunts publics attirent à eux plusieurs catégories de capitaux qui n'alimentaient pas et n'étaient pas destinés à alimenter l'industrie nationale. En effet, s'ils devaient absorber tous les capitaux, les emprunts seraient une mauvaise chose; car, la nation s'appauvrirait, et par l'augmentation d'impôts et par l'appauvrissement du commerce de l'industrie et de l'agriculture qui ne trouveraient que peu ou pas de capitaux disponibles. Un emprunt sera utile ou nuisible à la société en général suivant que l'État aura utilement employé ou gaspillé et détruit le capital dont les rentiers lui auront abandonné la possession. Il développe l'esprit d'épargne en le stimulant. Veut-on apprécier à quel point les titres de rentes sont un placement démocratique, il suffit de se rappeler que, à la fin de 1875, le nombre total des inscriptions au Grand-Livre de la Dette Publique dépassait 4.400.000, chiffre auquel correspond plus d'un million de rentiers (Boucard et Jèze, *Traité élémentaire de la Science des Finances*, p. 300 et s.). De plus, l'emprunt fait sortir des réserves métalliques laissées improductives chez

beaucoup de particuliers par insouciance ou par habitude de thésaurisation inintelligente.

S'il stimule l'esprit d'épargne, il répand dans la masse la connaissance et le goût des placements en valeurs mobilières et par conséquent généralise le crédit et l'esprit d'entreprise, et bien loin de détourner les capitaux il les y conduit en faisant l'éducation de chacun. En effet, le gros public, commence par apprécier la solvabilité de l'État en lui prêtant, de telle sorte que les plus timides finissent par oser lui prêter. Puis, des titres de rentes sur l'État, il passe aux emprunts des Villes, à ceux des compagnies de chemin de fer, du Crédit Foncier et des affaires industrielles.

C'est ainsi que les emprunts publics ont servi en Europe d'initiateurs au crédit des sociétés anonymes et des entreprises collectives.

Si l'emprunt a pour effet de réduire le capital circulant qui est la disposition des entreprises privées, il est vrai d'ajouter qu'une partie en est payée par les réserves métalliques, une autre par une recrudescence de l'esprit d'épargne et une autre par les capitalistes étrangers, ce qui a pour effet d'alléger d'autant la charge des capitaux nationaux et d'atténuer les inconvénients du drainage que l'on impute aux grandes opérations de Crédit Public. Ce pourrait être un péril pour un État pauvre, qui se mettrait ainsi sous la dépendance de l'État chez lequel aurait été en grande partie placé son emprunt, par le lourd tribut à payer ainsi au dehors. Il n'en est pas de

même pour un État riche, car ce concours de l'étranger n'est que subsidiaire et temporaire.

Nous en voyons un exemple frappant dans l'Italie qui récupère peu à peu ses titres de rentes souscrits à l'émission par l'étranger et en particulier par la France pour les deux tiers.

Aujourd'hui, un quart seulement des arrérages est payé hors du royaume d'Italie à des porteurs étrangers.

Nous justifierons aussi les emprunts par des considérations politiques et sociales.

Ainsi, les fonds publics sont plus accessibles à tous que tout autre espèce de propriété; ils tendent toujours à se diviser de plus en plus; ils arrivent dans toutes les mains. Leur dissémination a pour conséquence de créer une inévitable solidarité entre toutes les classes, en les intéressant toutes également à la prospérité du pays et au maintien de la chose publique.

§ IV

MODALITÉS DES EMPRUNTS.

L'utilité de l'emprunt étant absolument reconnue, il nous faut montrer rapidement quels sont les diverses modalités des emprunts publics. Il y en a de deux sortes : 1° l'emprunt forcé ; 2° l'emprunt volontaire. Chacune de ces catégories se subdivise elle-même en plusieurs sous-catégories. Les emprunts forcés sont faits ou ostensiblement ou d'une façon occulte. Ils sont ostensibles lorsque l'État exige des citoyens une somme déterminée ; c'est un procédé arbitraire, l'État ne pouvant fixer équitablement et évaluer la fortune de chacun.

L'emprunt occulte se pratique sous des apparences diverses ; ou l'État contraint ses créanciers à recevoir en paiement, au lieu de numéraire, des titres de rentes, système pratiqué sous le premier empire et qui s'est retourné contre l'État lui-même, car il ne pouvait plus trouver à emprunter qu'à des taux usuraire.

Tantôt l'État transforme ses dettes à court terme obligatoirement en dettes perpétuelles; c'est alors le procédé de la consolidation. (On y a recouru le 7 juillet 1848 pour rembourser la Dette Flottante).

Pour payer les bons du Trésor échus et les dépôts des Caisses d'Épargne, on prit deux mesures : la première qui consiste à rembourser les porteurs de bons du Trésor, en leur faisant accepter obligatoirement des rentes 3 0/0 (la loi leur céda ces titres à 55 francs alors que le cours réel était 43 francs. On imposait ainsi au porteur une perte de 20 0/0).

Le seconde à l'aide de laquelle on remboursait immédiatement aux déposants des Caisses d'Épargne 80 francs par dépôt; le reste étant consolidé en rentes 5 0/0. (La loi fixa le taux à 80 francs, alors que le cours réel était 73 francs la perte se trouvant ainsi de 10 0/0). Ce fut une véritable banqueroute partielle.

Il ya encore un moyen qui n'est qu'une modalité de l'emprunt forcé, c'est l'émission de papier monnaie; mais quand un État en est réduit à cet expédient, il est bien près de la banqueroute; nous en avons du reste un exemple frappant avec les assignats pendant la Révolution. Ainsi s'exprime Camille Pelletan à ce sujet (*Officiel*, Chambre, annexes 1890 session extraordinaire, p. 262). « Quand un gouvernement pour se procurer des ressources, est réduit à créer artificiellement du papier-monnaie et à l'imposer au nom de sa souveraineté, il fait un emprunt au public, puisqu'il paie ce qu'il doit avec des billets qu'il

sera obligé de rembourser en espèces dès la fin du cours forcé. »

Laissons donc de côté l'emprunt forcé pour ne nous occuper que des emprunts volontaires. Les emprunts volontaires proprement dits se font : 1° En rentes perpétuelles ; 2° en rentes viagères ; 3° en annuités terminables ; 4° en obligations amortissables par tirages périodiques, ou bien enfin 5° en bons remboursables simultanément à une époque déterminée.

1° *Rentes perpétuelles*. — L'État s'engage à verser à son prêteur un intérêt fixe, le capital n'étant jamais exigible, mais pouvant toujours être remboursé. Cet emprunt convient très bien à l'État qui, par son essence même, est perpétuel. Il offre ce double avantage de permettre à l'État de profiter de la diminution constante de la valeur de l'argent en lui donnant la faculté de procéder à une conversion, lorsque les circonstances sont favorables. Le seul danger est l'accumulation des arrérages à payer à mesure que la Dette de l'État grossit.

2° *Rentes viagères*. — Ce système n'est plus pratiqué aujourd'hui qu'en Angleterre où l'on s'en sert pour racheter la Dette perpétuelle ; c'est pour ainsi dire un amortissement déguisé.

3° *Annuités terminables*. — Comme le système des rentes viagères, les annuités terminables ne sont guère usitées qu'en Angleterre. L'État remet à chaque rentier un titre portant un intérêt fixe pendant une très longue période, 99 ans par exemple : le terme échu,

l'annuité cesse d'être payée sans que le capital ait été remboursé. Le créancier devra reconstituer lui-même son capital en séparant dans l'annuité payée, ce qui représente la part des intérêts et ce qui représente la part de l'amortissement. C'est un très bon système que l'on devrait pouvoir faire pénétrer dans nos mœurs financières françaises.

4° *Obligations amortissables par tirages périodiques.* — Quant à ce système, c'est celui qui a été préconisé par Léon Say et qui nous a fait aboutir au 3 0/0 amortissable et à tous nos emprunts de villes ou du Crédit Foncier. C'est peut-être celui de tous qui a eu le plus de succès.

5° *Bons remboursables simultanément à une époque déterminée.* — Enfin nous arrivons au cinquième et dernier procédé, les bons remboursables simultanément à une époque déterminée. L'État reçoit une somme fixe qu'il s'engage à rembourser à court terme, un an, tantôt long terme, dix ans ; quelquefois l'État s'engage à rembourser à une date indéterminée (par exemple l'État indique une période pendant laquelle il se réserve le droit de rembourser sans y être forcé, mais à l'expiration de laquelle il devra nécessairement rembourser). C'est le procédé américain.

Il présente cet avantage que l'amortissement se fait forcément ; mais souvent aussi dans des conditions tout à fait défavorables ; car si l'État a un besoin immédiat de sommes considérables, il ne peut les imputer sur l'exercice ordinaire d'un budget.

On recourt alors à un nouvel emprunt qui ne fait que déplacer la difficulté sans la résoudre.

Aujourd'hui l'État fait généralement à ses prêteurs des avantages particuliers. L'émission se fait au-dessous du pair avec une marge de remboursement assez forte, ou bien elle prévoit des lots à certaines des obligations amorties aux tirages périodiques ; c'est une façon d'attirer les souscripteurs et de leur faire accepter plus facilement un taux inférieur.

(Exemple l'emprunt de la Ville de Paris en 1899 dit emprunt métropolitain qui a été émis à 410 francs et remboursable à 500 francs en 2 0/0 et placé très péniblement. On n'a pas vu, pour cet emprunt, le même engouement du public que pour celui de 1892). D'un article de janvier 1900 du *Journal des Economistes* par A. Raffalovich sur le Marché Financier, nous extrayons les lignes suivantes : « L'insuccès relatif de l'emprunt de la Ville de Paris, pour la construction du métropolitain n'a guère étonné personne. Le Conseil Municipal avait fixé le taux de l'intérêt à 2 0/0 à une époque déjà éloignée. Dans l'intervalle le loyer des capitaux s'est relevé ; le Conseil Municipal n'en a pas tenu compte si bien qu'au lieu d'être souscrit comme auparavant, l'emprunt a été péniblement couvert et qu'il aura sans doute de la peine à se classer. La veille de l'émission il perdait en bourse, 1,25 et le lendemain encore 1 franc. »

Pourquoi ne pas réformer cette façon d'opérer par la presque totalité des gouvernements ? Pourquoi l'État se reconnaît-il débiteur d'un capital supérieur à celui

qu'il a réellement reçu? Nous n'en voyons pas la nécessité. C'est une pure tradition que nous avons prise à l'Angleterre. Pourtant les motifs qui lui ont donné naissance n'existent plus. Sous les règnes de Guillaume III et d'Anne, les lois limitatives du taux de l'intérêt étaient encore appliquées avec une extrême rigueur. Le gouvernement ne pouvait donner l'exemple de la violation de la loi et il ne pouvait trouver à emprunter au taux légal. On imagina alors de créer, à l'occasion de chaque emprunt, une loterie ou plutôt une tontine dont les billets étaient remis gratuitement aux preneurs de l'emprunt, le capital de la tontine étant calculé de façon à représenter la majoration d'intérêt qu'on n'osait pas stipuler directement.

Pour d'autres emprunts on ajouta à chaque titre la délivrance gratuite d'une annuité à servir en un certain nombre d'années. On arriva à reconnaître que le procédé le plus simple pour emprunter à un taux supérieur au taux légal était de se reconnaître débiteur d'une somme supérieure à celle que l'on recevrait et l'on s'en tint à ce système. Mais aujourd'hui nous n'avons plus aucune raison de le conserver, si ce n'est pour engager certaines catégories de personnes à spéculer sur le taux d'émission; mais ce qu'on perd d'un côté, on ne le gagne pas de l'autre, on reçoit une somme moindre et on promet pour cette somme un intérêt plus fort : c'est une anomalie.

§ V

DE L'EXAGÉRATION DES EMPRUNTS ; MOYEN D'Y REMÉDIER PAR L'AMORTISSEMENT.

Avant de passer à l'étude approfondie des modes d'émission d'emprunts publics de l'État français, il nous faut faire une différence entre les États emprunteurs, il y a ceux : 1° qui offrent des garanties sérieuses, ceux qui jouissent d'un gouvernement régulier, d'une organisation économique moderne, dont la population est laborieuse ; 2° Les États sur lesquels on ne peut pas compter parce que leur gouvernement y est arbitraire, que la constitution économique y est mauvaise et que les conditions mêmes d'une administration régulière ne s'y rencontrent pas.

Les premiers de ces États ont un crédit en général plus élevé au dedans qu'au dehors ; les autres n'ont aucun crédit au dedans et sont pourtant recherchés au dehors par l'appât des intérêts élevés qui tentent des esprits entreprenants ou des hommes irréflechis ou ignorants. Parmi ces derniers, nous pourrions

citer la Turquie, l'Égypte, le Portugal, le Pérou, la Grèce, etc. Il y a des peuples comme la Hollande, l'Angleterre et la France qui font métier de prêter à ces peuples là (1).

Contre la probité douteuse de ces États, quel recours possible, par exemple, s'il arrive que les intérêts (c'est le cas de la Dette espagnole ou portugaise) ne soient payés que par intermittence ou qu'ils soient réduits comme aux États-Unis lorsqu'ils payent (ce qui est pour eux le *summum jus*), les rentiers étrangers en monnaie dépréciée? Le Crédit Public plus encore peut-être que le Crédit Privé est affaire de mœurs et non de législation.

Ayant admis dès le début de ce chapitre l'utilité des emprunts, il nous a paru intéressant, de résumer ici leur importance, dans le XIX^e siècle, leur but utile, leurs dangers par l'accroissement de la Dette Publique, surtout s'il n'est pas opéré d'amortissement, sans parler de la conversion, qui n'est qu'un palliatif passager (2).

(1) Les emprunts ottomans, égyptiens, portugais, grecs, etc., sont tous faits à un taux supérieur à celui des États dont le crédit est bien assis, comme l'Angleterre, la France, les États-Unis, etc., 4, 5. et même 6 0/0 pour 3 1/2, 3, 2 3/4 et 2 1/2. (Consolidés anglais.)

(2) D'après Paul Leroy-Beaulieu, dans son *Traité de la Science des Finances* t. II). Voici quelle serait l'opinion de nombre de banquiers: « Un état n'a pas besoin de rembourser sa Dette, l'histoire de France et d'Angleterre démontre combien le fardeau de la Dette perpétuelle est chaque jour plus facilement supporté à cause des progrès de la richesse publique et de la dépréciation de l'or. » C'est une opinion qui nous semble très dangereuse. Du reste il s'exprime ainsi (p. 496): « Une nation à population stationnaire comme la France et dont l'accroissement de richesse est devenu assez lent, devrait, en temps

Il est de toute évidence que l'emprunt, dans les circonstances difficiles et pressantes qu'engendrent les guerres et les grands travaux publics, peut seul subvenir largement et sans retard aux besoins financiers de l'État (exemple la guerre 1870-1871 et le plan Freycinet pour l'exécution des grands travaux publics pour lequel on ne demandait primitivement que 3 milliards 1/2 et qui exigea définitivement 10 milliards). Mais on peut dire aussi que, éviter de s'endetter est un axiome de finances tout aussi convenable pour les États que pour les individus, quoiqu'il paraisse être d'une application plus difficile. L'économie politique a rempli son devoir lorsqu'elle combat les folles illusions qui voudraient montrer, dans la Dette même, une richesse, et lorsqu'elle signale la pente entraînant qui mène de la facilité d'emprunter à la facilité de dépenser, conséquence de cette idée que l'État, en émettant un emprunt, ne grève ses budgets que de la somme en rente à payer.

C'est cette facilité qui entraîne les États à grossir démesurément le chiffre de leur Dette Publique; il nous suffit de le constater, en rappelant quelques chiffres des Dettes des principaux États européens: France 30 milliards, Angleterre 16 milliards, Russie 20 milliards,

de paix, amortir sa Dette d'au moins 100 millions par an avec régularité. » Il revient sur la même idée dans un article du 29 juillet 1882 dans l'*Economiste Français*, intitulé: « L'avenir prochain des Finances françaises, la part de l'amortissement dans nos budgets. »

« L'amortissement qui existe dans les budgets français est tout à fait insignifiant. La France devrait consacrer à ce service au moins 150 millions par an. »

Allemagne 13 milliards, Autriche-Hongrie 15 milliards, etc., etc. A un certain moment, vers le milieu du XIX^e siècle, effrayé par le développement de la Dette, l'État français avait tenté d'amortir (1).

D'après Léon Say (*Dictionnaire des Finances*, mot amortissement), du 1^{er} juin 1816 au 30 juin 1833, il y eut pour 66.381.824 francs de rentes achetées par la Caisse d'amortissement. L'amortissement cessa le 13 juillet 1848 et ne fut plus repris qu'en 1859, 1860, pour cesser à nouveau en 1871. Les résultats des opérations de la Caisse d'amortissement furent de 4.487.426.707 fr. 29. L'emploi de ce capital fut détourné de son but et attribué aux dépenses générales du budget, aux travaux extraordinaires et aux découverts du Trésor.

Ce ne fut donc pas un amortissement sérieux, et il faut arriver à l'année 1893, d'après M. Jèze, pour arriver à un amortissement réel. En 1896, la Dette diminue de 22 millions; en 1897, de 33 millions; en 1898, de 80 millions; en 1899, de 12 millions et en 1900 de 54 millions (Max Boucard et Jèze, p. 351).

Si l'amortissement de la Dette française est pour ainsi dire dérisoire, il n'en est pas de même aux États-Unis et en Angleterre, principalement chez les premiers où l'amortissement nous semble avoir été trop rapide. (Nous empruntons les chiffres de l'amor-

(1) Il avait été créé une première caisse d'amortissement en 1722 sous le nom de Caisse des remboursements, qui subit depuis de nombreuses vicissitudes et qui n'a plus, depuis 1871, fonctionné d'une façon utile.

tissement de la Dette des États-Unis à l'intéressant ouvrage de MM. Boucard et Jèze, p. 350.) « Du 1^{er} juillet 1861 au 31 août 1865, c'est-à-dire durant la guerre de Sécession, la Dette s'était élevée de 90.000.000 dollars (4 milliards 500 millions de francs environ), à 2.842.907.626 dollars (14 milliards 230 millions de francs environ); en 1878 la Dette n'était plus que de 1.794.735.650 dollars (un peu moins de 10 milliards de francs); en 1892, elle était réduite à 685.029.330 dollars (un peu plus de 3 milliards 400 millions de francs). »

L'Angleterre amortit aussi sa Dette, mais lentement. En 1815, son montant était de 861.039.049 £ (21 milliards 525 millions de francs); en 1898, il était de 613.024.653 £ (15 milliards 325 millions de francs environ), soit une diminution de 6 milliards de francs. Depuis 1888 jusqu'en 1898 l'amortissement a été croissant, il est passé de 124 millions à 193 millions, mais la guerre Sud-Africaine de 1899-1900 est venu ralentir le mouvement.

A l'heure actuelle, on peut constater, partout, chez tous les États, l'abandon en fait de toute idée d'amortissement; cela en grande partie à cause des charges militaires écrasantes qui pèsent sur tous les budgets : et l'on semble regarder l'avenir avec confiance ! On avait cru un moment que la diminution du taux de l'argent amènerait une diminution des charges en unifiant la Dette à 2 0/0 environ. Mais depuis deux ou trois ans cette idée paraît, tout au moins, moins évidente et des faits assez récents nous prouvent

qu'un État trouverait difficilement l'emploi des capitaux au taux de 20/0. (Exemple : l'emprunt de la Ville, de 1899, dit du métropolitain.) C'est une nouvelle raison pour nous de rechercher, surtout si l'on doit suivre encore longtemps cette progression dans les emprunts, quel est le mode d'émission le plus économique et le meilleur, pour l'État français, de se procurer, par voie d'emprunt, les fonds dont il peut avoir besoin ; mais avant de passer à cette étude, il nous a paru utile de faire un rapide et succinct historique des emprunts en France, ce sera l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE II

HISTORIQUE DES EMPRUNTS

SECTION I

Introduction à l'histoire des Emprunts : division du XIX^e siècle en périodes pour chaque mode d'émission des Emprunts.

SECTION II

- § I. Origine de la Dette Publique en France 1536-1789.
- § II. Les Finances de la Révolution à la fin de l'Empire 1789-1815.
- § III. Les Emprunts sous la Restauration 1815-1830.
- § IV. Les Emprunts sous la Monarchie de Juillet 1830-1848.
- § V. Les Emprunts sous la Seconde République 1848-1852.
- § VI. Les Emprunts sous le Second Empire 1852-1870.
- § VII. Les Emprunts sous la Troisième République de 1870 à nos jours.

SECTION PREMIERE

INTRODUCTION A L'HISTORIQUE DES EMPRUNTS ; DIVISION DU XIX^e SIÈCLE EN PÉRIODES POUR CHAQUE MODE D'ÉMISSION DES EMPRUNTS.

On est tout d'abord frappé par les périodes bien nettes qui se distinguent les unes des autres dans le XIX^e siècle qu'on pourrait appeler le siècle des financiers, car auparavant les questions financières n'existaient pas ou pour ainsi dire presque pas ; ce n'est qu'à partir du grand mouvement de la Révolution que l'on voit se dessiner l'avenir économique de notre pays, bien que l'effet immédiat ne se soit pas produit ; il y avait bien eu avant la Révolution la tentative de Law, mais elle fut pour ainsi dire isolée et Law était écossais ; ce n'était donc pas un véritable mouvement français.

L'histoire proprement dite de la période financière ne commence qu'avec la Restauration, elle avait besoin de capitaux disponibles pour combler les déficits produits par les grandes entreprises et les

grandes guerres de l'empire. On a souvent fait un reproche à la royauté d'avoir aggravé la situation financière de la France; mais elle avait à parer aux événements produits par le grand mouvement de l'empire.

De quelle façon l'État fit-il appel aux capitaux à cette époque? C'est là que se place notre première période. Presque toujours, sauf une fois, le gouvernement de la Restauration emploie le système de l'adjudication aux banquiers, ce qui consiste à soumettre les conditions de l'emprunt à faire à différentes maisons de banque et à l'adjuger à la banque ou au banquier qui offre les meilleurs avantages. Cette façon de procéder fut seule en faveur jusqu'au second empire et à ce moment on voit apparaître un second procédé. Le gouvernement de Napoléon III frappé de certains inconvénients du système de l'adjudication avait eu alors recours au système par souscription, qui consiste, pour l'État, à faire appel directement aux capitaux. Ce système fut employé sans interruption jusqu'en 1870 et à cette époque reparait le système de l'adjudication avec l'emprunt dit Morgan, en 1871, qui se juxtapose au système de la souscription, puisque les deux grands emprunts de 2 et 3 milliards furent émis par le second système.

Mais après la période de reconstitution de nos forces vives, le gouvernement emploie un troisième procédé dit le système du robinet qui consiste pour l'État à faire écouler par les guichets des trésoriers payeurs généraux, ou à la bourse elle-même par

l'intermédiaire des agents de change, les titres à lancer sur le marché ; depuis cette époque, ce procédé, à tort ou à raison, a été délaissé par le gouvernement ; la Ville de Paris en a fait l'essai pour l'emprunt de 1894-96.

A côté de ces trois procédés il y en a bien un quatrième qui n'a jamais encore figuré dans l'histoire de nos finances françaises, c'est celui que nous appellerons pour plus de commodité, le système de la *souscription-adjudication*, employé notamment et avec un certain succès dans la province d'Aukland en Australie.

Ce n'est pas encore le moment de dire lequel de ces quatre procédés est le meilleur ; après en avoir parcouru toute la longue évolution, peut-être arriverons-nous à faire un choix, car les questions financières changent tellement de face en ce moment que nous ne pouvons vraiment pas porter un jugement définitif.

SECTION II

§ I

ORIGINES DE LA DETTE PUBLIQUE 1536-1789.

C'est une idée bien moderne que l'idée de Crédit Public ; avant de passer chez nous l'idée de Crédit Public a pris naissance en Angleterre et en Hollande à cause du grand développement économique et commercial de ces pays. Chez nous, le Crédit Public n'existe pour ainsi dire pas jusqu'à la révolution française ; on parle bien, par exemple, d'emprunts sous Philippe Le Bel ; mais ils sont faits sous la forme des emprunts des particuliers sans admettre l'idée de perpétuité ; ils sont toujours remboursables. Jusqu'au xvi^e siècle nos rois n'ont du reste eu aucun système arrêté de crédit ; ce n'est que sous François I^{er} que l'on voit pour la première fois apparaître un véritable emprunt public à la date du 17 novembre 1536.

On pourrait sans témérité assigner cette date

comme origine au Crédit de l'État, fondé sur la confiance et la bonne foi (1).

Le chancelier Duprat inaugura la création de rentes perpétuelles payables sur le produit d'une taxe imposée sur le bétail vendu à Paris ; la première émission fut de 200.000 livres, l'intérêt étant de 8 0/0.

Beaucoup d'historiens, parmi lesquels Vührer dans son chapitre I de *l'Histoire de la Dette Publique en France*, ont le tort de faire remonter l'origine du Crédit Public à la création des rentes sur l'Hôtel de Ville en 1522. Cette création de rentes sur l'Hôtel de Ville tient il est vrai une très grande place dans notre histoire financière ; mais les capitaux versés au Trésor royal ne sont pas encore le fait du Crédit, ils ne sont qu'une contribution en nature spéciale exigée de personnes déterminées à l'avance, auxquelles on délivrait par des contrats spéciaux le paiement d'arrérages trimestriels jusqu'au remboursement de ladite contribution (2).

Ces emprunts ne tardèrent pas à se développer considérablement, à tel point qu'à sa mort Louis XIV malgré l'opposition que Colbert fit à Louvois et Lamoignon, laissait un passif de près de 3 milliards que l'on régla par une banqueroute partielle en faisant passer les créanciers sous les fourches caudines d'une chambre

(1) Vührer. *Histoire de la Dette Publique en France*. 2 vol. in-8.
— Léon Say. *Dictionnaire des Finances*. Mot *emprunt*. *Revue d'Economie politique* 1895, article de l'honorable professeur P. Cauwès sur *Les commencements du Crédit Public en France. Les Rentes sur l'Hôtel de Ville au XVI^e siècle*.

(2) cpr. Vührer, ouv. cit. Tome I ch. I.

de justice. C'est sous Louis XV que l'on voit apparaître les rentes au porteur en 1749 sous l'initiative de Law. Une bourse avait été créée le 24 septembre 1724 pour faciliter les ventes et achats de toutes les valeurs résultant des emprunts qui s'étaient succédés très rapidement. Volontairement ou librement les capitaux sont attirés vers le Trésor royal sous toutes les formes d'emprunts connues aujourd'hui, emprunts à la circulation, en rentes perpétuelles, temporaires, viagères ou amortissables, emprunts à lots et à primes, en annuités. Les capitaux ne suffisent plus à les alimenter, malgré l'alléchante promesse d'intérêts élevés. C'est surtout pour sortir de l'impasse où se trouvait la situation financière de l'État que se justifie la convocation des États généraux en 1789.

§ II

LES FINANCES DE LA RÉVOLUTION À LA FIN DE L'EMPIRE; 1789-1815.

Pendant la période révolutionnaire les questions financières sont reléguées au second plan et c'est cependant sous la Convention que fut créé le Grand Livre de la Dette Publique (1).

En 1793, il y eut un emprunt forcé sur les riches auquel vint s'ajouter un emprunt volontaire réglé par un décret du 3 septembre 1793. Celui qui souscrivait à l'emprunt volontaire recevait une inscription de rentes 5 0/0 et était dispensé de l'emprunt forcé pour la somme qu'il avait placée dans l'emprunt volontaire. Celui qui était taxé à l'emprunt forcé l'était d'après l'état présumé de ses revenus et d'après un tarif proportionnel.

La Convention vota encore deux autres emprunts,

(1) V. Ch. Gomel. *Histoire Financière de l'Assemblée Constituante*. — René Stourm. *Les Finances de l'Ancien Régime et de la Révolution*.

le premier sous forme de tontine dont le montant n'était pas fixé par la loi et l'autre d'un milliard en rentes 3 0/0. On n'en a pas la trace dans les comptes des finances, car on avait admis les assignats à la souscription et elle fut fermée presque immédiatement à cause de son peu de succès.

Sous le Directoire un emprunt de 600 millions fut établi sur les aisés en 1795. Les prêteurs étaient divisés en 16 classes suivant leur fortune ; mais 12 millions $1/2$ rentraient seulement, dans les caisses du trésor.

La loi du 9 Vendémiaire, an VI, qui raya d'un trait de plume les $2/3$ de la Dette Publique n'était pas faite pour relever la confiance des capitaux. En janvier 1798 nouvel emprunt de 80 millions qui n'eut pas de succès ; il avait à faire face aux frais d'une descente en Angleterre. En 1799, nouvel emprunt de 100 millions pour solder les dépenses d'armement des conscrits appelés à servir. Enfin emprunt forcé recouvrable au moyen de rôles nominatifs dressés par des jurys spéciaux pris dans chaque arrondissement, il produisit à peine 7 millions. Ce qui caractérise cette fin de siècle c'est l'emploi abusif fait de l'emprunt forcé qui n'a jamais abouti à un résultat appréciable ; car on cherchait bien l'argent là où il était, mais on ne savait pas l'en faire sortir.

Napoléon n'aimait pas les financiers, aussi redoutait-il de mettre son crédit à leur merci, tout son règne est caractérisé par l'absence totale d'emprunts.

C'est la Caisse d'Amortissement et la Banque de France qu'il créa, qui permirent de procéder à la

réorganisation financière de la France et de mettre fin au désordre et à l'anarchie financière.

Au début du Consulat la Dette Consolidée atteignait 40.216.000 francs et à la chute du premier empire elle était de 63.307.637 francs. Dans cette augmentation de 23.091.637 francs la liquidation de l'arriéré figurait pour 11.254.000 francs, et la Dette des pays réunis à la France pour 6.086.000 francs, les services courants des budgets pour 5.751.637 francs (1).

Il est à noter que les créations de rentes ne donnaient lieu à aucune émission publique : l'État consolidait en rentes 5 0/0 d'anciens bons ou d'anciens papiers émis pendant le Directoire. Il remettait à ses créanciers des rentes en paiement de leurs créances.

Pendant les cent jours, Ouvrard, financier français qui eut le premier l'idée d'une caisse d'amortissement fut chargé de négocier une partie des rentes appartenant à la caisse d'amortissement. La négociation faite en Hollande porta sur 5 millions de rentes 5 0/0 qu'Ouvrard prit au cours de 53 francs. Ce traité qui procura 50 millions au trésor faisait ressortir, en raison d'une commission de trois millions allouée à Ouvrard, l'intérêt à 10 0/0.

(1) V. Léon Say, *Dictionnaire des Finances*. Mot emprunt. p. 54 et s.

§ III

LES EMPRUNTS SOUS LA RESTAURATION ; 1815-1830.

Ce n'est que sous la Restauration, sous l'heureuse influence du baron Louis, que fut véritablement fondé le Crédit Public, son rôle financier fut d'un intérêt considérable. A peine au pouvoir le gouvernement eut à liquider tout l'arriéré laissé par l'Empire, non pas seulement les indemnités de guerre stipulées en faveur des alliés et l'entretien des troupes étrangères qui occupaient le territoire, mais encore tous les arriérés restant en souffrance depuis 1810.

Il ne renia aucune dette, il prit seulement du temps pour les payer (1).

Les opérations de crédit auxquelles il dut avoir recours revêtirent toutes les formes : emprunts à la circulation sous forme de bons du Trésor ou de reconnaissances de liquidation, consolidations en rentes

(1) V. Vührer, *Histoire de la Dette Publique en France*. — Paul Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*, t. II. — Baron de Nervo, *Les Finances de la France sous la Restauration* — A. Calmon, *Histoire Parlementaire des finances sous la Restauration*.

perpétuelles, émissions directes de rentes par voie d'adjudication ou de souscription publique ; remise directe de rentes aux créanciers de l'État. D'après le compte général des finances de 1817 l'arriéré était de 653.599.000 francs et avec le traité de 1815 il montait à 2.500.000.000 francs. Nous pouvons voir par ce dernier chiffre l'importance qu'a pris le Crédit Public depuis cette époque, alors que maintenant notre Dette se monte à près 32 de milliards.

Dans les emprunts faits sous la Restauration on peut distinguer trois périodes pour les différentes formes d'émission des emprunts ; dans la première qui va de 1816 à 1818 l'État négocie directement sur la place ou à l'étranger ; les emprunts sont adjugés à des maisons de banque sans avoir recours à la concurrence. Dans la seconde en 1818, on essaya le système de la souscription publique. L'emprunt de 198 millions émis de cette façon fut couvert quinze fois, mais il est vrai d'ajouter que l'on eut la plus grande peine à faire rentrer les versements successifs. Dans la troisième période, de 1818 à la fin de 1830, les emprunts sont concédés à des groupes de capitalistes ou à une grande maison de banque après une adjudication. Pourquoi n'eut on pas recours au seul procédé de l'adjudication ? C'est que l'on était pressé par le temps, que le Crédit de l'État n'était pas encore très bien assis et que l'on était forcé de recourir à tous les gros capitalistes qui avaient des fonds disponibles.

Les émissions directes de rentes pendant la pre-

mière période donnèrent un total de 39.709.613 francs. C'était pour couvrir les charges de l'invasion et aider les budgets des années 1816 et suivantes.

On pouvait craindre de recourir directement au crédit ; on avait, en effet, trop souvent abusé de ce moyen sous l'ancien régime et on avait forcé les rentiers à subir de trop fortes réductions, pour se procurer des sommes considérables.

Le baron Louis, célèbre ministre des Finances, remit en honneur la caisse d'amortissement destinée à presser sur le marché des fonds publics par des opérations journalières.

Le montant total de ces négociations s'est élevé à 99.073.619 francs en rentes 5 0/0 représentant au pair un capital nominal de 1.981.472.380 francs, mais pour lequel il n'est entré dans les caisses du Trésor que 1.435.721.490 francs. Le marché des rentes étant à peu près nul à cette époque, le ministre préféra opérer des ventes sur la place de Paris et principalement sur les places étrangères de Londres, Amsterdam et Hambourg. La loi du 28 avril 1816 fit porter l'opération sur 6 millions de rentes représentant un capital de 52 millions de francs, soit au prix moyen de 57,26 (1).

Le second emprunt porta sur 9.090.909 francs de rentes 5 0/0 au prix de 52,50 avec jouissance du 22 septembre précédent et fut donné par un traité du

(1) Cpr. Léon Say, *Dictionnaire des Finances*. — Vührer, *Histoire de la Dette Publique en France*.

10 février 1817 à deux maisons de banque anglaises, la maison Baring et la maison Hope. Leur intervention eut pour conséquence de relever le cours de la rente, ce qui permit de contracter un second emprunt avec les mêmes maisons de 8.620.689 francs de rentes 5 0/0 au prix de 55,50 (10 avril 1817) (1).

Un troisième contrat suivi d'un quatrième fut conclu toujours avec les mêmes maisons de banque, 9 millions à 61,50 (22 juillet 1817) et 2 millions à 64,50 (14 mars 1818). Il faut y ajouter encore les négociations de rentes qui furent faites plus tard pour payer le solde de l'indemnité de guerre, 12.313.433 francs de rentes 5 0/0 à 67 ce qui produisit 165 millions.

Les négociations de rentes avec les maisons de banque et les places étrangères portèrent au total sur 47.024.598 francs de rentes (2).

C'est pour répondre aux critiques dirigées contre le mode d'émission des divers emprunts précédents que l'on eut recours au système de la souscription publique. La Finance demandait la concurrence complète : on démontra les gains faits par les maisons de banque dans les premiers emprunts et on calcula ce qu'elles avaient gagné seulement par leurs commissions. Le taux auquel elles avaient soumissionné leurs rentes démontrait qu'elles avaient placé leur argent à 9 0/0.

Au lieu de concéder l'emprunt à prix débattu à une ou plusieurs maisons de banque suivant son choix,

(1) V. Léon Say, *ouv. cit.*

(2) V. Léon Say, *ouv. cit.*

le ministre ouvrait le 9 mai une souscription publique dont les conditions étaient les suivantes :

Le Trésor recevait les souscriptions des soumissionnaires s'ils étaient résidents à Paris ou y avaient un représentant s'ils offraient eux ou leurs représentants une garantie suffisante. Chaque soumission devait être supérieure à 5.000 francs de rente ; aucune soumission n'étant reçue après le 27 mai.

Le 30 mai à cinq heures après-midi, le ministre après avoir fait le relevé de l'ensemble des soumissions faisait connaître aux soumissionnaires le prix de la vente et la détermination prise sur chacune de leurs soumissions. Les soumissionnaires devaient alors signer leur déclaration d'acceptation du 30 mai au 1^{er} juin. Ceux qui n'avaient pas rempli ces formalités étaient déchus.

Le cours fixé par le ministre fut de 66,50, l'emprunt ayant été couvert par les capitalistes français les étrangers en étaient exclus. Le Trésor se procura ainsi 165 millions (1).

C'était la première fois qu'une loi ordonnait une émission par voie de souscription publique ; il est vrai d'ajouter que l'on usa beaucoup du système du triage en écartant d'abord les étrangers et en faisant un choix parmi les souscripteurs français eux-mêmes eu égard à leur fortune ou à leur situation. On se procura de cette façon 14.600.000 francs de rentes 5 0/0.

Cet emprunt fut taxé d'arbitraire et il fut reproché

(1) Baron de Nervo, *Les Finances de la France sous la Restauration*, p. 304.

au ministre de n'avoir pas employé le système beaucoup plus équitable d'un versement de garantie égal pour tous. Le minimum de souscription, 5,000 francs de rentes, était beaucoup trop élevé. La hausse des fonds publics qui s'était produite avait donné naissance à une vive spéculation. Beaucoup de souscripteurs avaient l'espérance de se liquider avant les époques fixées pour les versements; mais la masse des rentes était devenue si considérable pour l'époque, qu'une baisse se produisit. Ne voulant pas vendre à perte, les souscripteurs s'adressèrent tous à la Banque de France pour obtenir des avances. Il s'ensuivit une crise financière très intense qui fut longue à se liquider (1).

En 1821, pour éviter les accusations de clandestinité portées contre le ministre Corvetto, son successeur M. Roy, annonça que la vente de l'emprunt aurait lieu cette fois par soumissions cachetées, en un seul lot au plus offrant, c'était le premier des emprunts de la Restauration fait par le mode de l'adjudication.

La rente était adjugée aux maisons de banque qui avaient fait la soumission la plus élevée au-dessus du minimum fixé par le ministre. Un dépôt de garantie de 6 millions était exigé. Les soumissionnaires arrivèrent en foule; on y remarquait MM. Baguenault et C^{ie}, Delessert et C^{ie}, Hottinguer et C^{ie}, Ricardo et C^{ie}, Laffitte, de Rothschild et Collot au nom de cinquante-

(1) V. Baron de Nervo, *ouv. cit.* — Léon Say, *ouv. cit.* — Vührer, *ouv. cit.*

huit receveurs généraux Greffülhe, Sartoris et C^{ie}. Le syndicat Hottinguer, Hope et C^{ie} Delessert et Bague-nault fut déclaré adjudicataire de 12 millions de rente à 85,55. On obtint ainsi 9.585.220 francs de rentes 5 0/0 produisant 164.003.114 francs (9 août 1811) (1).

Le second emprunt fait sous cette forme eut lieu le 10 juillet 1823. Il était de 23 millions de rentes 5 0/0. Le dépôt de garantie était de 11.557.258 francs ; cette somme devait être déposée en numéraire ou en inscriptions de rentes, bons royaux ou reconnaissances de liquidation avec transfert. Dans les dix jours de l'adjudication, la Compagnie adjudicataire devait porter son dépôt de garantie à 25 millions sous peine de déchéance. Les banquiers qui se présentèrent furent Jacques Laffitte, Mallet frères, André et Cottier, Ardouin, Hubbard, Jacques Lefebvre, Pillet-Will, César Lapanouse, Blanc Collin, Greffülhe, Sartoris, Rothschild frères.

Il fut adjugé à la maison Rothschild frères au cours de 89,55 et les 23.114.516 francs de rentes produisirent 413.980.981 francs en 5 0/0. L'importance de cet emprunt concédé à la suite d'une adjudication à une maison de banque est la preuve que la méthode de l'adjudication peut très bien s'appliquer à des emprunts considérables (2).

Pour l'expédition de Morée en 1828, le ministre des Finances Roy fit une proposition d'emprunt. On discuta beaucoup pour savoir si on le ferait en 3 en

(1) Léon Say, ouv. cit.

(2) V. Baron de Nervo, ouv. cit.

4 ou 5 0/0, et en 1830 il n'avait pas encore été négocié. L'adjudication eut lieu le 12 janvier 1830 par M. de Chabrol. Il y avait quatre soumissions : Mallet frères, Aguado, Carayon-Latour et Nivière, de Rothschild frères. Le taux devait être de 4 0/0 avec jouissance du 22 mars 1830. MM. Mallet soumissionnèrent à 98 francs; Aguado à 95,55; Carayon-Latour à 100 fr.; M. de Rothschild à 102,075. Ces derniers furent déclarés adjudicataires. C'était un emprunt fait légèrement au-dessus du pair. Ainsi s'exprime M. Paul Leroy-Beaulieu à son sujet, *Traité de la Science des Finances* : « Cet emprunt se recommande donc à nous, puisqu'il ne grèva pas l'État d'une dette plus forte que le capital réellement versé. » Il est unique; la Révolution de Juillet qui survint quelques semaines après obligea le gouvernement à modifier le contrat primitif. Une maison aussi sérieuse et aussi solide que la maison de Rothschild ne se fut pas chargée d'un emprunt au-dessus du pair, si elle n'eût pas été sûre en temps normal de l'écouler facilement dans le public (1). Du reste presque tous les emprunts anglais ont été contractés au pair, de même pour la Belgique (1877-1883), Hollande, Suède-Norvège en 1875 et 1878, États-Unis de l'Amérique du Nord. On peut encore y ajouter comme exemples : l'emprunt chinois de 400 millions de francs 4 0/0 en or de 1895 émis à 99 francs; l'emprunt grec 1898, garanti par l'Angleterre, la France et la Russie émis au-dessus du pair

(1) V. Baron de Nervo, ouv. cit. — Léon Say, ouv. cit.

en 2 1/2 0/0 au cours de 100,50 et plus récemment encore l'emprunt russe en rentes consolidées 4 0/0 1901 de 424 millions à 98,50.

§ IV

LES EMPRUNTS SOUS LA MONARCHIE DE JUILLET 1830-1848

Sous le gouvernement de Louis-Philippe, de 1832 à 1848, on n'employa que le procédé de l'adjudication pour les six grands emprunts qui furent effectués sous ce règne, sauf pour le seul emprunt national de 1831 qui échoua (L. 21 mars 1831) (1).

Cette idée d'emprunt national avait été mise en avant par certains capitalistes parisiens parmi lesquels M. Henry Rodriguès ; ils avaient cru possible de demander à l'enthousiasme national une somme de 120 millions.

L'enthousiasme fut de peu de durée, puisqu'on ne trouva qu'un capital de 20.438.900 francs représenté par 1.021.945 francs de rente (2).

(1) V. Léon Say, *Dictionnaire des Finances*. — Vührer, *Histoire de la Dette Publique en France*. — Paul Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*. — A. Calmon, *Histoire parlementaire des Finances de la Monarchie de Juillet*.

(2) V. Vührer, *ouv. cit.*

Dès le 29 mars, le ministre avait fait prendre une ordonnance royale qui l'autorisait à procéder à la vente avec publicité et concurrence de la somme de rentes nécessaires pour produire un capital de 120 millions.

L'adjudication de ce premier emprunt eut lieu le 19 avril 1831. Elle fût prononcée au taux de 84 francs en 5 0/0 au profit d'un groupe de financiers parmi lesquels figuraient MM. de Rothschild frères, Aguado, André Cottier, Fould et Delahante, représentant un groupe de receveurs généraux. Le chiffre de rentes 5 0/0 inscrites au Grand Livre de la Dette Publique se trouva être de 7.142.858 francs qui ajoutés aux 1.021.945 de l'emprunt national porta le montant des rentes 5 0/0 pour l'année 1831 à 8.164.803 francs.

Le second emprunt qui eut lieu fut presque fait au pair le 8 août 1832 en 5 0/0 à 98,50 (O. royale, 7 juillet 1832), il se montait à 150 millions. Les souscripteurs étaient MM. de Rothschild frères, Davilliers et C^{ie} et Hottinguer et C^{ie}. La rente ainsi créée se monta à 7.614.213 francs (1).

Ce furent les deux seuls emprunts faits en 5 0/0, les trois autres étant contractés en 3 0/0 ; mais tout porte à croire que l'on eût pu les placer en 4 0/0 ou même 3 1/2 au pair.

Le troisième emprunt (L. 25 juin 1841) était de 150 millions en 3 0/0 au cours de 78,525, attribué par voie d'adjudication le 18 octobre 1841 à MM. de Roths-

(1) V. Paul Leroy-Beaulieu, *ouv. cit.* — Vührer, *ouv. cit.*

child frères et Hottinguer et C^{ie}, Baudon, de Saint-Didier et plusieurs receveurs généraux. Le montant des rentes 3 0/0 se trouva porté de ce fait à 5.730.659 francs (1).

Le quatrième emprunt de la Monarchie de Juillet fut fait par une adjudication le 9 décembre 1844. Une somme de 200 millions était demandée au crédit. Elle fut adjugée à la maison Rothschild frères au taux de 84,75 en 3 0/0, on augmenta ainsi le 3 0/0 de 7.079.646 francs de rentes; c'est un des emprunts contractés dans les conditions les plus favorables pour le Trésor (2).

Le cinquième et dernier emprunt de Louis-Philippe se montait à 350 millions qui furent accordés par une loi du 8 août 1847. L'émission fut autorisée par une ordonnance royale du 9 octobre. L'adjudication fut prononcée le 10 novembre au profit de MM. de Rothschild frères au taux de 75,25 en 3 0/0. Mais trois mois après éclatait la Révolution de Février et les versements n'étaient pas achevés. Le cours de la rente baissa de 117,50 à 50 francs pour le 5 0/0, le 3 0/0 de 73,70 à 33 francs. Le Trésor se trouvait fort embarrassé, ne devant pas compter sur l'exécution par les souscripteurs de l'emprunt des conditions inscrites au contrat d'adjudication. Les souscripteurs, au lieu de recevoir un intérêt de 3 0/0 en obtenaient un de 5 0/0. C'est M. Goudchaux, ministre des Finances, qui

(1) V. Vührer, ouv. cit.

(2) V. Vührer, ouv. cit.

le premier commença à conjurer la crise, puis MM. Garnier Pagès et Duclerc qui créèrent le Comptoir d'Escompte, les sous-comptoirs de garanties et les magasins généraux (1).

(1) V. Vührer. ouv. cit.

§ V

LES EMPRUNTS SOUS LA SECONDE RÉPUBLIQUE 1848-1852

Dans la courte période de la seconde république on rencontre toutes les formes des emprunts : dons patriotiques, emprunt national. Sans confiance, pas de crédit. Les actes économiques du Gouvernement Provisoire n'étaient pas de nature à rassurer les capitalistes : suspension du remboursement des bons du Trésor et des dépôts des Caisses d'Épargne, cours forcé des billets de banque et création des ateliers nationaux.

Pour sauver l'emprunt de 5 0/0 de 1847, Garnier Pagès proposa pour les 100 millions restant à émettre d'avoir recours à l'emprunt national en rentes 5 0/0 au pair malgré l'échec du précédent (Décret du 9 mars 1848).

On recueillit seulement 26.182.213 francs. En calculant cet emprunt au pair, les souscripteurs auraient dû recevoir 1.309.104 francs de rentes, mais on leur donna plus tard des compensations qui rédui-

sirent le taux de l'emprunt à 71.60 ce qui fit créer 519.283 francs de nouvelles rentes (D. 7 juillet, 2 août et 21 novembre 1848) (1).

Un deuxième emprunt en rentes 5 0/0 fut ouvert le 25 juillet 1848. Il produisit 197.260.350 francs au taux de 75,25. *Cet emprunt fut réservé aux porteurs des certificats de l'emprunt de 1847*, dont les opérations avaient été suspendues. On créa ainsi 1.310.707 francs de rentes 5 0/0 (2).

(1) V. Léon Say, ouv. cit.

(2) V. Léon Say, ouv. cit.

§ VI

LES EMPRUNTS SOUS LE SECOND EMPIRE (1852-1870).

Sous le second empire tous les emprunts et ils sont au nombre de sept, qui ne furent pas des consolidations furent émis par la seule méthode de la souscription publique directement faite au nom de l'État et ils furent tous à peu près conclus pour couvrir les frais de guerres de l'empire.

Le premier en 1854, à propos de la guerre de Crimée. L'empereur fit voter un emprunt de 250 millions sans aucune difficulté, il voulait démocratiser la rente, selon son expression, en écartant les banquiers qui jusque là avaient eu le privilège de souscrire les emprunts pour les repasser au public avec un bénéfice, légitime d'ailleurs puisqu'il était la contre-partie des risques qu'ils courraient et de la sécurité que le Trésor trouvait auprès d'eux. Ces idées de l'empereur avaient un peu effarouché la haute banque et les cours de la rente s'en ressentaient; mais l'émission eut un succès complet.

Le ministre donna le droit de souscrire au public, à son choix, de la rente 4 1/2 ou de la rente 3 0/0. Ceux qui prenaient le 4 1/2 devaient effectuer un versement de 92.50, ramené à 89,20, dans le but de les faire profiter d'une bonification de 15 mois d'intérêts. Quant au 3 0/0, il était émis à 65,25 ou 62,30 avec la même bonification. Le nombre total des souscripteurs s'éleva à 99.224 qui demandaient 21.958.520 francs de rentes pour un capital versé ou offert de 468.315.400 francs. Il y avait 26.000 souscripteurs pour Paris seulement et 73.000 pour la province; 308.207.300 en capital pour le 3 0/0 et 160.108.100 pour le 4 1/2 0/0. Force fut donc d'opérer une réduction de près de moitié, et finalement les rentes délivrées s'élevèrent à 11.710.240 francs. Ce qui donnait 4.550.650 francs en rentes 4 1/2 et 7.159.590 francs en rentes 3 0/0 (1). Dès le mois de décembre 1854, il fallait de nouveau avoir recours au crédit, 500 millions furent demandés au public avec option entre du 4 1/2 à 92 francs, 88,57 avec la bonification, et du 3 0/0 à 65,25, 61,82 avec la bonification. Le chiffre des souscriptions atteignit 2 milliards 175 millions pour 177.000 souscripteurs. Les souscriptions de 500 francs étaient irréductibles. C'est à l'occasion de cet emprunt que pour la première fois fut adopté le système de la souscription par unités, dite souscription Bottin: et chose étonnante, il fut plus que couvert par les seules sous-

(1) V. Léon Say, *ouv. cit.* — Vührer, *ouv. cit.*

criptions irréductibles, 850 millions étant offerts par 170.820 personnes (1).

Le chiffre de rentes dont le Trésor fut ainsi grevé était de 23.909.650 francs, dont 8.052.120 pour le 4 1/2 et 15.857.530 pour le 3 0/0. Un troisième emprunt date encore de la même époque, pendant la guerre de Crimée; il fut en effet voté le 11 juillet 1855. Une somme de 780 millions fut demandée au crédit. Les souscriptions de 50 francs étaient irréductibles. On offrait le 3 0/0 à 65,25 et le 4 1/2 à 92.25. Le succès fut encore plus grand qu'en 1854: 316.976 souscriptions furent enregistrées représentant un capital de 3.652.724.135 francs et une rente de 168.850.000 francs. Il fallut réduire cette somme à 779.459.432 francs de capital pour 36.089.500 francs de rentes se décomposant en 4.389.780 de 4 1/2 et 31.699.740 de 3 0/0. Une conséquence du succès de cet emprunt fut que le 3 0/0 monta du cours de 65.90 à 66.80 (2).

En 1859, à l'occasion de la guerre d'Italie, le public fut appelé à souscrire à un quatrième emprunt de 520 millions. (L. 2 mai 1859). Les souscriptions de 10 francs de rentes étaient irréductibles. Il fut effectué au taux de 90 francs en 4 1/2 et de 60 francs en 3 0/0. Cet emprunt fut couvert cinq fois; les souscriptions irréductibles représentaient 1/5 de l'emprunt total, soit 107 millions pour 530.893 souscripteurs. Il

(1) V. Léon Say, *ouv. cit.* — Vührer, *ouv. cit.*

(2) V. Léon Say, *ouv. cit.* — Vührer, *ouv. cit.*

fut délivré 573.710 francs de rentes 4 1/2 et 25.199.600 francs de rentes 3 0/0 (1). En 1864, à l'occasion de la guerre du Mexique, le gouvernement fit un cinquième emprunt. Sous prétexte de réduire la Dette flottante, M. Fould, ministre des Finances, fit décider par le Parlement un emprunt de 300 millions (L. 30 déc. 1863), et cela malgré la vive opposition de MM. Thiers, Picard et Jules Favre. Cet emprunt fut émis du 18 au 25 janvier 1864 en 3 0/0, au taux de 66.30, avec minimum de souscription à 6 francs de rente. Il y eut 541.993 souscriptions pour un capital offert de 4.846.120.354 francs sur lesquels il ne fut retenu que 314.910.391 francs représentés par 14.249.339 francs de rentes. Paris y avait participé pour 231 millions de rentes et la province pour 84 millions seulement.

Mentionnons avec Léon Say, à propos de cet emprunt, une circulaire confidentielle du ministre autorisant les receveurs généraux des finances à accorder à certains privilégiés la faveur de souscrire avec des rentes, bons du Trésor et autres valeurs énumérées dans la circulaire. On avait ainsi ouvert la porte toute grande à la spéculation, et celle-ci avait répondu en souscrivant 16 fois l'emprunt (2).

La loi du 1^{er} août 1868 consacra un sixième emprunt du second empire, de 440 millions, pour parer, disait l'empereur, aux éventualités. L'émission eut lieu du 6 au 13 août en 3 0/0 au cours de 69,25; les souscrip-

(1) V. Léon Say, *ouv. cit.*

(2) V. Léon Say, *Dictionnaire des Finances*, p. 54 et s.

tions de 5 francs de rente étaient irréductibles ; quant aux souscriptions supérieures, elles ne pouvaient être réduites au-dessous de 5 francs de rente. Il fut couvert 34 fois : 672.093 souscriptions à 5 francs et 160.705 de plus de 5 francs. Les *rentes souscrites par le public* étaient de 665 millions et demi, représentant plus de 15 milliards en capital. Tout en faisant observer le côté factice de cette manifestation, on doit remarquer que l'on versa la somme effective 660 millions (1).

Le septième et dernier emprunt de l'empire fut voté par une loi du 12 août 1870 pour couvrir les frais de la guerre qui venait d'être déclarée et dont les débuts nous étaient si peu favorables.

Les Chambres avaient voté un emprunt de un milliard, le gouvernement ne demanda au public que 805 millions en 3 0/0 à 60,60 ; c'était du 5 0/0 au pair. Les souscriptions étaient admises à partir de 3 francs de rente. Elles étaient irréductibles à l'exception de celles reçues le jour de la clôture de l'emprunt. Le capital réalisé fut de 804.572.181 fr. 20, et la rente créée de 39.830.306 francs de rentes 3 0/0. Il n'y avait pas de limites quant à la durée de la souscription, qui ne dura effectivement que deux jours, les 23 et 24 août ; mais on était loin de l'affluence des autres emprunts, et l'on pouvait risquer de courir à un échec complet (2).

(1) V. Vührer, ouv. cit. — Léon Say, ouv. cit. — Paul Leroy-Beaulieu, ouv. cit.

(2) V. Vührer, ouv. cit. — Léon Say, ouv. cit.

§ VII

LES EMPRUNTS SOUS LA TROISIÈME RÉPUBLIQUE, DE 1870 A NOS JOURS.

Si nous passons à la période de la troisième République, nous constatons que les avances faites directement par la Banque de France, les emprunts faits sous forme de consolidation, et l'emprunt Morgan, mis à part, tous les emprunts ont été faits par voie de souscription publique ou par émission directe aux guichets du Trésor avec concurrence et publicité (système dit du robinet (1)).

En 1871, le Gouvernement de la Défense Nationale avait besoin d'argent; et comme Paris était en état de siège, une délégation du Gouvernement établie à Tours s'en occupa et conclut l'emprunt qu'on a appelé emprunt Morgan, nom qui lui vient du nom de la

(1) V. Léon Say, *Les Finances de la France sous la Troisième République*. — Boreau-Lajanadie, Rapport fait au nom de la Commission d'Enquête sur les actes du gouvernement de la Défense nationale, *l'Emprunt Morgan*. — Vührer, ouv. cit. — Paul Leroy-Beaulieu, ouv. cit.

maison de banque à laquelle il fut adjugé. M. Deniau-Dupin fut envoyé à Londres pour sonder le terrain puisqu'on était privé du concours des grandes maisons de banque dont le siège était à Paris, et qu'on n'avait pas non plus à sa disposition le grand marché de la Bourse, sur lequel on eût pu négocier des rentes ou autres valeurs sans avoir besoin de s'adresser à l'étranger.

Par contrat du 24 octobre 1870, passé avec la maison anglo-américaine Morgan et C^{ie}, l'emprunt lui était adjugé. Elle s'engageait à prendre ferme 250 millions, représentés par 500.000 obligations en 6 0/0 au taux de 425 francs par obligation de 500 francs, remboursable au pair en 34 ans, avec faculté, au profit de l'emprunteur, de rembourser lesdites obligations au pair 6 mois après avis au *Journal Officiel* notifié au prêteur. Mais MM. Laurier et de Germiny avaient passé un contrat avec la maison Morgan et C^{ie}, aux termes duquel ceux-ci prenaient ferme et pour leur compte 1/4 des 500.000 obligations. Ces titres leur avaient été cédés au taux de 80 francs pour 100 francs ; c'est-à-dire, 400 francs pour 500 francs. Ces titres, qui furent l'objet d'une souscription publique ouverte en France et en Angleterre, furent négociés à 425 francs par obligation, soit 85 0/0 ; pour les 375.000 autres obligations. Il était accordé à la maison Morgan et C^{ie}, en compensation, une commission de 6,25 pour chacune des 125.000 obligations souscrites fermes et de 16,25 pour les 375,000 émises par souscription publique. On obtint

ainsi d'une part 50 millions, soit commission déduite, un produit net de 49.218.750 francs. Sur les 375.000 obligations mises en adjudication à 425 francs, 327.477 seulement furent souscrites en France et en Angleterre pour une somme de 139.178.725 francs. Les 47.253 obligations non souscrites furent reprises par MM. Morgan et C^{ie} au cours de 414 francs, soit 19.722.045 francs (Traité 5 décembre 1870). En tout, l'emprunt Morgan produisit au Trésor la somme de 202.024.770 francs, ressortant ainsi à 404 francs par obligation. On voit par ce rapide exposé, que cet emprunt, conclu dans les conditions les plus mauvaises, fut, pour ainsi dire, assez facilement réalisé; mais il coûtait 8,15 0/0 au Trésor; c'est pour cette raison que M. Léon Say, en 1875, en fit voter le remboursement; mais, en somme et vu les circonstances, on peut dire qu'il avait réussi contre toute attente (1).

Pour couvrir l'indemnité de 5 milliards (2) en 1871 le gouvernement fit voter de nouveaux impôts et décida deux emprunts successifs, l'un de deux milliards (L. 20 juin 1871), l'autre de trois milliards (L. 15 juillet 1872). Le premier emprunt de deux milliards fut émis par souscription publique en rentes 5 0/0 au taux de 82,50, avec un minimum de 5 francs de rente et jouissance à partir du 1^{er} juillet 1871. Il fut demandé un versement de garantie de 12 francs par chaque 5 franc de rente, les autres versements

(1) V. Vührer, ouv. cit.

(2) *Discours Parlementaires de M. Thiers*, publiés par A. Calmon, t. xiii, p. 341 et s.

étaient échelonnés en seize termes mensuels du 21 août au 21 novembre 1872 à raison de 4 francs 50 pour le premier terme et 4 francs 40 pour les quinze autres. C'est M. Pouyer-Quertier, ministre des Finances qui le produisit et le dirigea. Il fut couvert en six heures plus de deux fois, aussi son succès eut-il pour résultat de faire monter la rente; ce qui motiva en 1872 le dépôt d'un projet d'un nouvel emprunt de 3 milliards présenté par M. de Goulard, ministre des Finances. De nombreux projets avaient été proposés pour arriver à couvrir ces 3 milliards : les uns voulaient organiser une grande souscription publique, volontaire, d'autres indiquaient un emprunt forcé ou un impôt sur le capital, etc., etc.

Quant à l'idée de la souscription publique volontaire il était inutile de s'y arrêter, n'était-on pas suffisamment fixé par les échecs des emprunts précédents faits sous cette forme. En admettant que la souscription de trois milliards soit faite par tous les français, nous constatons que pour 40 millions d'habitants la part de chacun serait de 75 francs; si la famille se compose en moyenne de quatre personnes, la souscription se monterait à 300 francs par famille et nous n'avons pas besoin d'insister sur ce fait qu'un grand nombre de familles en France ne peut disposer d'une pareille somme. Mais, dira-t-on, les riches payeront pour les pauvres et toute souscription qui dépassera 300 francs allégera d'autant la part des autres; on oublie que c'est là un mirage qui trompe en effet beaucoup de personnes.

Le procédé de l'emprunt forcé n'est pas meilleur, bien qu'il cherche l'argent là où il se trouve ; car jamais en matières financières on n'obtient rien par la contrainte.

L'emprunt de 3 milliards fut émis en 5 0/0, au taux de 84,50. La souscription publique eut lieu les 28 et 29 juillet avec minimum de souscription de 5 francs de rente et versement de garantie de 14,50 par chaque 5 francs de rente, le reste en 20 termes échelonnés. Le succès en fut encore plus complet que pour le premier, car il fut couvert douze fois. (1)

C'est alors, après ces deux grands emprunts, que l'on employa le système du 3 0/0 amortissable pour essayer de diminuer les charges de l'État et pour trouver en même temps les ressources destinées à faire face aux dépenses des grands travaux dont M. de Freycinet avait tracé le programme. M. Léon Say, ministre des Finances voulut que ces emprunts faits à l'occasion du programme Freycinet fussent émis sous une forme qui assurerait l'amortissement. La loi du 11 juin 1878, créa ce fonds nouveau. « Seront inscrites, dit M. Léon Say, au Grand Livre de la Dette Publique, à une section spécialement consacrée à la Dette amortissable par annuités, les rentes 3 0/0 amortissables en 75 ans dont la création fait l'objet de la présente loi ou sera autorisée par des lois ultérieures. » (Léon Say, *Dictionnaire des Finances*.)

(1) V. Vührer, ouv. cit. — Léon Say, ouv. cit. — V. *Discours Parlementaires de M. Thiers*, édités par A. Calmon, t. xv, p. 4.

Le capital à réunir pour la réalisation de la première partie de ce programme se montait à 439.878.545 francs. Ce capital fut réalisé en plusieurs fois et par des procédés différents d'émission. Voici comment s'exprimait M. Wilson, rapporteur du projet :

« Quelques membres ont pensé qu'il convenait de décider qu'une souscription publique serait ouverte pour l'aliénation des rentes 3 0/0 projetées.

L'usage des souscriptions publiques, disaient-ils, s'était si bien naturalisé en France, il avait obtenu en 1771 et en 1872 de si brillants succès qu'on ne comprenait pas les motifs qui pouvaient engager le ministre à recourir à un système qui par le fait de l'émission d'une suite d'emprunts fractionnés, laisserait l'État à la merci des événements (système du robinet). A cette objection d'une réelle valeur, le ministre avait répondu à la commission que le système des grandes émissions à époque fixe, aurait l'inconvénient d'engager l'avenir et d'obliger en quelque sorte à poursuivre les travaux pour ne pas laisser improductifs les capitaux antérieurement dépensés, tandis que le système recommandé par le gouvernement en permettant de proportionner l'importance des sommes à demander au crédit à celle des travaux à exécuter, laissait aux Chambres la liberté d'activer ou de ralentir ces opérations. Ce système avait encore cet avantage de permettre au ministre des Finances de choisir pour ses émissions de rentes amortissables, les moments où les cours du marché lui sem-

bleraient les plus favorables. Enfin pour répondre à certaines préoccupations, le ministre avait fait savoir à la commission que l'émission serait faite directement par le Trésor sans intermédiaire d'aucune sorte. » (1)

Dans une proposition qu'il fit à la même époque, M. Sourigues voulait que les obligations à émettre fussent mises en souscription publique, au plus offrant et par soumissions cachetées. La répartition des titres entre les différents souscripteurs ayant offert les prix les plus élevés au-dessus du minimum fixé devait s'opérer par l'attribution à chacun d'eux de la totalité de sa souscription jusqu'à extinction totale des titres disponibles. Au cas où les souscriptions au même cours auraient dépassé celui des obligations à émettre, la répartition devait être faite au prorata du chiffre de ces inscriptions entre les soumissionnaires compris dans cette catégorie.

Mais cette proposition fut écartée et la loi fut votée le 11 juin 1878, décidant que les titres seraient négociés par l'intermédiaire des agents de change au fur et à mesure des exigences du Trésor.

Voici comment s'exprimait Léon Say, dans son discours du 7 février 1878 : (*Les Finances de la France sous la troisième République*, p. 265 et s.)

« Proportionner chaque année cette création de ressources à l'importance des opérations qu'on avait en vue, de telle façon que les Chambres fussent cons-

(1) Vührer, *ouv. cit.*

tamment maitresses de ralentir ou d'activer, selon les circonstances, l'exécution du programme développé sur une certaine suite d'années. D'où, comme conséquence, l'exclusion des grandes émissions à époques fixes, engageant l'avenir et obligeant pour ainsi dire à poursuivre les travaux, quoiqu'il arrive, sous peine de grever le Trésor d'une charge énorme d'intérêts stériles. »

Le 16 juillet 1878, le ministre fit annoncer qu'il ferait vendre le lendemain 1.013.460 francs de rentes et la spéculation s'en étant emparé, le 3 0/0 amortissable cota 85, 86 et 87 francs. Ces cours notablement trop élevés avaient produit la plus fâcheuse impression sur le public et dès le 18 juillet les cours s'affaissaient pour retomber le 1^{er} août à 81 francs.

Cet échec partiel tenait à plusieurs causes : d'abord au manque de publicité dont on avait entouré le nouveau fonds, ensuite au peu de confiance du public surpris par la nouveauté du titre et enfin au refus systématique de concours de la part des banquiers et des intermédiaires ordinaires, seule catégorie de personnes aptes à faire l'éducation du public pour le lancement des affaires nouvelles et de leurs formes nouvelles.

Les cours baissèrent tellement que le ministre dut déclarer close la première émission. Pour arriver au placement complet de l'emprunt il essaya un autre moyen en mettant les rentes à la disposition du public aux caisses du Trésor, d'abord au cours de 80 francs 50 ensuite au cours moyen de la veille des

demandes. C'était une autre face du système dit du robinet. Du 12 août au 5 septembre il fut placé seulement 80 millions, de telle sorte que le ministre dût encore déclarer les ventes suspendues. Bientôt, l'État, en face de ces deux échecs dut recourir à l'intermédiaire des maisons de banque ; à la Bourse des 21 et 22 septembre le resté de l'emprunt fut offert à 79,75 et souscrit par les grandes maisons de Banque et établissements de Crédit. Ce premier emprunt donna lieu à la création de 16.495.500 francs de rentes 3 0/0 amortissables. (1)

La seconde phase du 3 0/0 amortissable se place en 1881 avec l'émission par le ministre Magnin de l'emprunt de un milliard au cours de 83,25. Soucieux de ne pas s'exposer à l'échec du précédent, il revint au système de la souscription publique. Elle fut ouverte un seul jour. Le premier versement était de 16,65 et pouvait être remplacé provisoirement par un dépôt de titres, rentes ou valeurs sur l'État. Cette condition nous l'avons déjà rencontrée une fois à propos d'un emprunt du second empire, pour éviter les déplacements inutiles de capitaux aux cas où il y aurait lieu à réduction. Il fut 15 fois couvert par 315.455 souscripteurs et donna lieu à la création de 36.034.860 francs de rentes 3 0/0 amortissables.

Malgré ce grand succès apparent, il était encore flottant entre les mains des banquiers un an et demi après. (1)

(1) V. Léon Say, *Dictionnaire des Finances*.

(1) V. Léon Say, *ouv. cit.*

La troisième période d'emprunt en 3 0/0 amortissable subit des attermoiements.

Cet emprunt proposé par le ministre Allain Targé le 23 janvier 1882, repris par Léon Say le 2 mars, fut remanié par M. Tirard. Ainsi s'exprimait Léon Say, dans un discours à propos du budget de 1883, le 20 décembre 1882 (*Les Finances de la France sous la troisième République*, t. II, p. 693) :

« Je considère toujours ce fonds (3 0/0 amortissable) comme un type excellent, admirablement choisi ; il a deux qualités très sérieuses, d'abord de présenter les avantages de l'obligation de chemin de fer, titre français que vous connaissez, ensuite de rappeler un titre anglais très apprécié qu'on appelle annuités terminables. »

La cause de tous ces remaniements était due à l'insuffisance des crédits demandés pour l'exécution du plan Freycinet. Au lieu de quatre milliards, il en fallait neuf. Cet emprunt fut définitivement adopté en 1884 après les observations de MM. de Soubeyran et Wilson. Il se montait à 350 millions et fut émis le 30 janvier par le système de la souscription publique, au cours de 76,50 en un seul paiement ; il fut couvert seulement 3 fois $\frac{1}{4}$ et le chiffre des rentes 3 0/0 amortissable créé fut de 13,706,745 francs.

La loi du 1^{er} mai 1886 autorisa le ministre à créer et à négocier avec jouissance du 1^{er} avril 1886, la somme en rentes nécessaires pour produire un capital de 500 millions nets en 3 0/0.

Le décret du ministre du même jour fixait le taux

d'émission à 79,80 sans autorisation de libération immédiate avec trois versements échelonnés. Cet emprunt fut souscrit vingt et une fois par 248,407 personnes et le chiffre de la rente inscrite fut de 18,947,368 francs, représentant un capital de 503,999,988 fr. 80 (1).

On avait déjà, à cette époque, abandonné le type du 3 0/0 amortissable, par suite de la charge que faisait peser sur le Trésor un amortissement annuel d'une certaine fraction de la Dette, les budgets étant déjà trop surchargés.

La dernière émission de 3 0/0 eut lieu en 1891, et depuis, l'État n'a plus eu recours au Crédit pour combler les déficits des budgets successifs. L'État avait besoin de 809 millions, il les obtint en émettant par souscription publique de la rente 3 0/0 au cours de 92,55, c'est-à-dire deux francs au-dessous du cours coté en Bourse. Les versements furent échelonnés en les fractionnant en six sans facilité d'anticipation. Il fut couvert 16 fois 1/2 par 260,000 personnes dont 110 pour plus de 100,000 francs de rentes, ce qui prouve que les maisons de banque en prenaient une grosse partie et laisse supposer que si on avait eu recours à leur intermédiaire, on eût pu augmenter le taux d'émission sans majorer les rentes à payer. Aussi, la spéculation s'en étant emparé, le 3 0/0 tombait au-dessous du taux d'émission (2).

(1) V. Léon Say, ouv. cit.

(2) V. Paul Leroy-Beaulieu, ouv. cit.

Nous ferons remarquer avec M. Leroy-Beaulieu, que des emprunts allemands et prussiens émis par souscription publique avec un énorme succès apparent dans la même année, ont été longtemps flottants et à des cours variables.

Nous allons maintenant, passer à l'étude critique des différents modes d'émission des emprunts pour savoir quel a été le meilleur jusqu'à présent et quel est celui qu'il faut préférer pour les emprunts à venir. Il en peut résulter pour l'État une très grande source d'économies. Jusqu'aujourd'hui, cette question n'avait paru présenter qu'une minime importance, car il s'agissait avant tout de trouver les capitaux disponibles. A l'heure actuelle, au contraire, en raison de la marche ascendante du crédit public, modifiant, et la nature des fortunes des particuliers et les mœurs elles-mêmes, il nous paraît intéressant de rechercher s'il n'y a pas un moyen parfait, ou tout au moins meilleur que ceux employés jusqu'à ce jour, et dans la négative, quel est celui des anciens procédés que nous devons conserver ; ce sera l'objet de notre chapitre suivant.

CHAPITRE III

DES DIVERS MODES D'ÉMISSION DES EMPRUNTS

CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Après avoir vu rapidement l'évolution des différents modes d'émission des emprunts publics de l'État Français, il nous faut maintenant étudier quel est celui qu'il faut préférer, et s'il y a lieu d'en chercher un nouveau pour les emprunts futurs.

Comme nous l'avons vu précédemment, il y a plusieurs façons pour un emprunt de venir au monde, laissant complètement de côté les emprunts qui ne sont pas volontaires, ne gardant que ceux auxquels les capitalistes peuvent prendre part.

Leroy-Beaulieu a très bien posé la question : « Un gouvernement doit-il prendre ou ne pas prendre des intermédiaires entre lui et la généralité des capitalistes ? Doit-il conclure avec des maisons de banque des traités sans publicité et sans concurrence ? Doit-il au contraire recourir à une adjudication à laquelle tous les gros capitalistes seraient conviés ? Est-il préférable d'employer le procédé de la souscription publique qui supprime tout intermédiaire entre l'État et les capitalistes de quelque importance qu'ils

soient ? » (*Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 364 et s.).

Nous voyons ainsi passer devant nos yeux les trois procédés d'émission usités en France, depuis la création des emprunts :

1° la négociation avec ou sans adjudication à des banquiers qui écouleront ensuite les titres dans le public ;

2° la souscription publique ;

3° la vente par l'Etat, sans souscription, des rentes à la Bourse et chez les trésoriers payeurs généraux (système dit du robinet).

Nous rappellerons pour mémoire l'existence d'un quatrième procédé, employé en Australie, c'est celui que nous avons nommé la souscription-adjudication. (1)

Chacun de ces procédés a des avantages et des inconvénients suivant qu'on l'envisage sous un aspect ou sous un autre ; mais on est forcé de reconnaître qu'à certains moments de notre histoire, il a été préférable d'avoir recours à tel procédé plutôt qu'à tel autre ; car si l'on n'avait pas choisi le moyen approprié, on courait tout droit à la banqueroute ; ainsi fut-il fait, par exemple, après la guerre de 1870-1871. En effet, si au lieu de la souscription publique, on avait eu l'idée de recourir au procédé de l'adjudication, peut-être n'aurait-on pas trouvé le ou les banquiers

(1) *Revue d'Économie politique*. Année 1900. Avril. Voir un article de Monsieur André Sayous, p. 362.

capables de supporter un tel fardeau, et on aurait été tout droit à un échec complet.

Mais avant de discuter quel est le procédé le plus avantageux d'émission, il nous faut d'abord les passer successivement en revue, et, après les avoir vus tous, choisir en connaissance de cause le ou les procédés les plus convenables pour émettre un emprunt dans un grand état européen ; car il est de toute évidence qu'un état qui se trouve dans une situation financière déplorable ne pourra recourir qu'au procédé de l'adjudication, qui seul lui permettra de trouver les fonds dont il peut avoir besoin d'une façon urgente ; nous le constatons notamment pour les emprunts des pays d'Extrême-Orient, comme la Roumanie, la Serbie, la Bulgarie, etc. Citons à l'appui de notre opinion un extrait de l'article de M. A. Sayous :

« La presque totalité des États est dans l'obligation de s'adresser à des financiers, lorsqu'ils veulent faire un emprunt, émettre des titres de rente ; ces banquiers peuvent ne jouer, sans doute, que le rôle de commissionnaires ou de courtiers, de simples intermédiaires entre les États et l'épargne disponible. Mais plus généralement, ils se font marchands de titres, signent un marché, qui tout à la fois procure immédiatement à l'emprunteur les sommes nécessaires et permet aux émetteurs de réaliser de plus notables bénéfices ; un contrat est alors signé, établissant nettement les obligations des parties en cause. »

Les quatre systèmes que nous allons étudier se sont présentés dans l'histoire dans un certain ordre ; ainsi,

L'on a vu paraître d'abord le système de l'adjudication qui a pris naissance en Angleterre et qui y a du reste été conservé d'une façon pour ainsi dire continue ; ensuite est venue l'idée de la souscription, sous le développement des idées de liberté lancées par la Révolution française, qui est presque le système français ; puis alors, beaucoup plus tard, et de nos jours seulement, a pris naissance le procédé dit du robinet, qui peut être considéré comme le procédé des emprunts de paix et surtout de minime importance en comparaison de ceux qui ont parfois eu lieu. Et ce n'est alors que depuis 1875 que l'on a essayé, sous le courant donné par l'Australie, le procédé dit de la souscription-adjudication, appelé par certains auteurs souscription aux enchères, procédé hybride tenant lieu à la fois de la souscription et de l'adjudication : de la souscription en ce sens que le montant total n'en est garanti par personne, chacun étant libre d'y souscrire ou de ne pas y souscrire, et de l'adjudication, en ce sens que les obligations sont adjugées à ceux qui en ont offert le plus haut prix, pour être sûrs d'obtenir l'intégralité de leur souscription, fait extrêmement rare dans le procédé de la souscription publique, puisque de nos jours on est arrivé à couvrir certains emprunts jusqu'à 50 fois, ce qui constitue, en langage financier, un véritable *humbug*.

En suivant le principe de l'évolution historique nous ne voulons pas préjuger le résultat et dire par exemple que l'on a eu raison de laisser de côté le procédé de l'adjudication pour prendre celui de la

souscription, nous avons voulu conserver à chacun des systèmes, sa physionomie propre, de façon à pouvoir les juger mieux en les voyant fonctionner là où semble-t-il le terrain leur était le plus favorable.

SECTION PREMIÈRE

DE L'ADJUDICATION

SOMMAIRE. — Deux formes : adjudication avec concurrence ou par contrat passé directement avec une maison de banque. — Ses origines en Angleterre. — Ses avantages incontestés : 1^o placement intégral de l'emprunt ; 2^o réalisation immédiate de son montant ; 3^o l'État renseigné sur le taux d'émission ; 4^o garanties assurées par la concurrence des banques. — Ses avantages plus ou moins contestés : 1^o moins coûteux que la souscription ; 2^o plus favorable au petit rentier. — Critiques faites à ce procédé d'émission : 1^o commission trop forte prélevée par les banquiers adjudicataires ; réfutation de cette opinion ; 2^o prétendue coalition des banquiers pour écarter les concurrents ; 3^o cas des États à finances dépréciées, garanties à prendre.

Prenons d'abord le procédé de l'adjudication et voyons en France qu'elle a été son origine (1), car avant de fonctionner chez nous, il avait déjà fonctionné chez nos voisins d'Outre-Manche, les Anglais.

(1) V. Cucheval-Clarigny, *Essai sur l'amortissement et les emprunts d'États*. — Paul Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*. — Max Boucard et Gaston Jèze, *Éléments de la Science des Finances et de la législation Financière Française*. — P. Cauwès, *Cours d'Économie Politique*. — Courcelle-Seneuil, *Traité théorique et pratique des opérations de banque*. — A Lévy (thèse 1896), *Les Emprunts de la Ville de Paris*.

On peut s'apercevoir alors ; qu'après la grande épopée impériale de Napoléon I^{er} on s'était peu préoccupé de la question financière.

Napoléon n'aimait pas en principe les financiers et il cherchait par tous les moyens possibles l'occasion de n'en avoir pas besoin : aussi laissa-t-il la France dans un état financier déplorable et ce fut à ses successeurs qu'échut le soin de refaire les finances de la France ; chose presque impossible ; mais à laquelle la Restauration et la monarchie de Juillet s'attachèrent avec un soin tout particulier ; et c'est avec raison que l'on peut dire que c'est de cette époque que datent les premiers ministres financiers français ; comme le baron Louis, Roy et Corvetto, par exemple, pour n'en citer que trois.

L'émission par l'intermédiaire des banquiers peut revêtir deux formes ; en dehors de l'adjudication, il se peut que l'État emprunteur traite directement avec une maison de banque en établissant un contrat délimitant nettement les obligations des parties en cause ; on a pu en voir un exemple dans l'emprunt Morgan ; mais alors dans ce cas là les charges de l'Etat sont beaucoup plus lourdes, puisqu'il est fortement incité à accepter les moyens que veut employer la maison de banque traitante ; c'est pour cette raison que l'on en a vu très peu d'exemples chez nous, ce procédé étant plutôt celui des petits États dont les finances sont obérées au delà des ressources disponibles. La cession étant faite à un prix très bas le banquier conserve de très gros bénéfices ; mais il

court aussi d'énormes risques qui doivent être compensés d'une façon où d'une autre.

C'est ce qui s'est présenté au début de la Restauration l'orsqu'il s'est agi de régler les premiers emprunts. On fit observer au duc de Richelieu que le prix auquel des banquiers anglais lui proposaient de prendre le 5 0/0 était extrêmement onéreux, puisqu'il représentait de l'argent à plus de 9 0/0 ; on lui conseilla alors de s'adresser aux capitaux français en offrant 7 et s'il le fallait 8 0/0 pour le pair. Le duc de Richelieu hésita quelques temps puis il se décida à accepter la proposition qu'on lui avait faite par ce motif que le public a égard à la dénomination des fonds plus qu'à leur prix et que le nouveau gouvernement s'affaiblirait à l'intérieur et au dehors en confessant ouvertement qu'il empruntait à des taux usuraires. C'est ce point de départ mauvais dont l'influence se répercute dans les emprunts de nos jours, sauf cependant deux tentatives d'émission d'emprunts au pair, celui de 1830 à 102,075, et celui de 1832 à 98,50. Mais la grande majorité des emprunts se fit bien au-dessous du pair pour laisser une marge à la spéculation dont il y a lieu parfois de tenir compte ; il ne faut cependant pas perdre de vue qu'en lançant un emprunt trop au-dessous du pair on grève inutilement les charges de l'État en ayant à payer des intérêts majorés.

On a soutenu, à tort à notre avis, qu'un trop grand écart entre le taux nominal et le taux d'émission, qu'on peut considérer comme un escompte pris sur

le capital avait sa raison d'être lorsque l'intermédiaire des banquiers était jugé indispensable pour arriver à assurer le placement des emprunts. C'est suivant nous une grave erreur, car l'emprunt de 1830 fut adjugé précisément à la maison Rothschild frères, à 102,075; ce qui est contraire à l'idée que nous avons émise.

C'est dans la même erreur qu'est tombé M. Thiers en 1871, lorsqu'il s'est agi de la libération du territoire. Il avait le choix entre le 3 0/0 et le 4 1/2 0/0, il préféra ressusciter le 5 0/0 pour plusieurs raisons dont la principale était de ne pas grossir démesurément le capital de la dette française. Il aurait eu cent fois raison et il serait arrivé plus facilement et plus sûrement au résultat qu'il voulait atteindre en empruntant au pair à 6 0/0 qui était le taux réel de l'intérêt offert; mais il n'avait pas assez confiance dans les ressources de notre pays et au lieu d'avoir recours à un syndicat de banquiers pour éviter un échec à l'emprunt, il aurait dû nettement employer le procédé de l'adjudication par lequel il eût pu connaître exactement la situation du marché. Il aurait trouvé ainsi non pas une mais plusieurs maisons de banque pour se charger de ces emprunts, si considérables qu'ils fussent; mais on était habitué depuis l'empire à procéder par souscription publique et il avait peur d'aller contre le sentiment populaire.

Somme toute quelque procédé qu'il emploie, adjudication ou souscription publique, un État a toujours besoin des grandes maisons de banque car sans

elles il ne peut rien, surtout maintenant où l'éducation du peuple pour les questions financières est faite par leur intermédiaire ; en effet, qui est plus apte qu'une grande maison de Crédit à renseigner le public, par les ramifications multiples dont elle couvre le territoire, par le réseau de toutes ses agences. Tous ces bureaux convergent vers l'administration centrale pour informer la tête de la disposition du public pour tel ou tel genre de valeurs. On peut pour ainsi dire déterminer à coup sûr quel est le moment propice pour lancer un emprunt d'État ou un emprunt industriel ; il faut savoir choisir le moment, l'État seul est très mal instruit par ses intermédiaires qui ne peuvent pas le renseigner utilement à cause de la défiance publique envers l'administration française. La Haute banque peut donc presque sans danger entreprendre les soumissions d'emprunts et les fondations de compagnies industrielles.

Sa fonction consiste à acheter les titres en gros et à les revendre en détail en bénéficiant sur la différence.

Mais cependant ce rôle peut n'être pas sans danger, on en trouve un exemple dans l'emprunt de 1847 adjugé à la maison Rothschild frères.

Le 10 novembre 1847 elle soumissionnait au gouvernement français un emprunt de 250 millions, moyennant délivrance d'inscriptions de 10 millions environ de rentes 3 0/0, dont l'État payait par anticipation les arrérages à dater du 22 décembre 1847. Le soumissionnaire s'engageait à verser au Trésor 12 millions 1/2 le 12 novembre, 12 millions 1/2 le

22 décembre, 5 millions le 7 janvier 1848 et 10 millions le 7 de chaque mois jusques et y compris le 7 novembre 1849. En faisant le décompte des arrérages, l'État qui achetait alors pour la caisse d'amortissement le 3 0/0 au cours moyen de 76,71 le cédait à MM. de Rothschild au prix de 72,48. Les 25 millions des deux premiers termes payés par anticipation, sous escompte de 3 0/0, restaient affectés à la garantie du Trésor jusqu'au paiement du solde définitif. L'opération paraissait donc excellente et les soumissionnaires la réalisèrent d'abord avec une grande facilité. Non seulement ils acquittèrent les premiers termes avec exactitude, mais ils escomptèrent une partie des suivants et les payèrent avant échéance. Ils avaient acheté à 4 fr. 23 au-dessous du cours du 10 novembre; si l'état du marché ne changeait pas, ils pouvaient donc espérer un bénéfice de 15 millions au moins. 85 millions avaient été payés et réalisés, lorsque survint la Révolution de Février. Les soumissionnaires étaient donc libres d'engagements jusqu'au 7 juillet 1848 : mais à cette date, ils devaient verser au Trésor un peu plus de 5 millions, puis 10 millions de mois en mois jusqu'au 7 novembre 1849. Or, au 7 juillet 1848, le cours de la rente 3 0/0 était à 50,75. S'il ne se relevait pas et si les soumissionnaires étaient forcés de réaliser, ils avaient en perspective une perte de plus de 60 millions sur les 165 qui restaient à verser ou l'abandon de leur cautionnement de 25 millions. Le danger était d'autant plus grand pour eux que le Trésor pouvait sans peine faire face à ses

besoins, au moyen du crédit de 150 millions que lui avait ouvert la Banque de France le mois précédent et du produit de l'impôt extraordinaire de 0 fr. 45. Heureusement pour les soumissionnaires de l'emprunt de novembre 1847, ils trouvèrent dans la personne de M. Goudchaux, un ministre qui consentit à les relever de leurs engagements et à leur faire donner par l'État 13 millions de rentes 5 0/0 au taux même auquel ils avaient soumissionné la rente 3 0/0 en 1847. En admettant que les cours restassent jusqu'à l'expiration des nouveaux engagements à 77,25, taux du 24 juillet, jour où ils furent souscrits, les soumissionnaires exposés la veille à une perte de 25 millions avaient le lendemain en perspective un bénéfice d'environ 11 millions, outre la chance presque certaine de voir les cours se relever. Par cet exemple on peut voir quels dangers courent les adjudicataires d'un emprunt: dans ce cas là, il n'a tenu qu'à la volonté du ministre des Finances Goudchaux qu'une affaire conduite par les banquiers les plus puissants et les plus habiles dans ces sortes d'opérations donnât lieu à une perte de 25 millions ou à un bénéfice de 11 millions. M. Goudchaux préféra le second terme de cette alternative; un ministre plus craintif aurait pu reculer devant la perspective d'imposer un sacrifice de tant de millions au Trésor, et alors qu'elle n'eût pas été la perte de MM. Rothschild frères! C'eût été porter un coup déplorable à la haute banque que de ne pas venir à son secours, et on aurait perdu à tout jamais l'espoir de la voir prendre l'adjudication d'un autre emprunt

nouveau. Peut-être l'État se serait-il alors trouvé dans une situation des plus critiques (1).

Dans l'émission d'un emprunt par le procédé de l'adjudication avec publicité et concurrence, les délais et formalités préalables sont publiés à l'avance. Chaque concurrent dépose, entre les mains de l'autorité désignée pour procéder à l'opération, sa soumission cachetée. Les soumissions sont ouvertes en présence du public ; la préférence est accordée à celui dont les propositions se rapprochent le plus des conditions fixées secrètement à l'avance par l'autorité qui veut emprunter, dans un écrit également cacheté et qu'on ouvre publiquement après qu'il a été donné connaissance de toutes les soumissions. L'exécution d'un emprunt public doit se faire conformément au cahier des charges ou de l'acte d'emprunt direct ; le défaut d'accomplissement des obligations du prêteur donne lieu aux poursuites ou condamnations administratives comme tout autre contrat administratif.

*
* *

Ce procédé nous vient d'Angleterre ; on l'y emploie à partir du milieu du xviii^e siècle sous le ministère de William Pitt ; auparavant, au xvii^e et au commencement du xviii^e on avait recours à l'appel direct, aux capitalistes de tous étages et les souscriptions étaient reçues pour le compte de l'État par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre qui ne jouait là que le rôle de

(1) Courcelle-Seneuil, *Traité théorique et pratique des opérations de banque*, p. 418 et s.

receveur. Elle était chargée du service et de la régie de la dette publique ainsi que de la centralisation des recettes du Trésor.

Dans la seconde moitié du XVIII^e siècle, appliquant la méthode d'adjudication, le chancelier de l'échiquier fixait le taux auquel l'emprunt pouvait être réalisé et indiquait qu'un jour déterminé il recevrait les soumissions des maisons de banque ou des syndicats de banquiers et qu'il adjugerait l'emprunt au banquier ou au groupe dont les conditions seraient les plus avantageuses au Trésor. Depuis, l'Angleterre a toujours employé ce procédé jusqu'à nos jours et n'y a dérogé qu'une seule fois, en 1796, pour l'emprunt de loyauté, et en 1813, où on donna la préférence à ceux qui avaient contracté l'emprunt précédent. Toutefois, c'est à la souscription publique qu'on a eu recours en 1900 pour l'emprunt de 30 millions de livres sterling destiné à couvrir le déficit creusé par la guerre du Transvaal. Du reste, Hamilton, dans son ouvrage (1), s'exprime ainsi à ce sujet : « Cette méthode (adjudication), depuis qu'elle a été acceptée, a été conduite avec la plus grande impartialité, et, comme elle présente au public une concurrence franche et ouverte, elle a été constamment ratifiée par le Parlement. Il n'en a été dévié qu'une seule fois, en 1796, lors de l'emprunt appelé emprunt de loyauté, pour lequel on eut recours à la méthode de souscriptions ouvertes, à la Banque.

(1) Hamilton; *Recherches sur la dette nationale de la Grande-Bretagne*. p. 271.

Dans l'emprunt de novembre 1813 on a donné la préférence à ceux qui avaient contracté l'emprunt précédent. »

*
* *

Il est certain qu'à côté des avantages que présente le procédé de l'adjudication, il se trouve des inconvénients inhérents à tout système d'émission; nous allons voir d'abord quels sont les avantages, et nous verrons ensuite s'ils sont balancés par les inconvénients.

On peut facilement reconnaître au procédé de l'adjudication quatre avantages :

- 1° Il assure le placement intégral de l'emprunt ;
- 2° L'État touche immédiatement les sommes dont il a besoin ;
- 3° L'État connaîtra mieux que par n'importe quel procédé le taux d'émission qui convient le mieux au marché financier ;
- 4° L'État s'assure des garanties par suite de la concurrence des banquiers.

Reprenons maintenant chacun de ces avantages, en les précisant.

Pour le premier, il s'explique presque de lui-même : l'État est assuré du placement intégral de l'emprunt ; en effet, quel que soit le sort qui lui est réservé dans le public, l'État est garanti; la banque ou les banquiers jouant vis-à-vis de lui le rôle d'assureurs.

En ce qui concerne le deuxième avantage, nous ferons remarquer que les banquiers agissent comme

escompteurs, en ce sens qu'ils font l'avance des fonds, soit totale, soit partielle, de sorte que l'État est sûr d'avoir ainsi la somme dont il a besoin au moment voulu, ce qui est de la première importance (exemple l'emprunt Morgan en 1870).

Le troisième avantage exige un peu plus de développements. On reconnaît, en effet, au procédé de l'adjudication cette qualité, que le véritable taux correspondant à la situation du marché a plus de chance d'être obtenu par ce procédé que par tout autre. En raison même de leur profession, les banquiers sont en mesure de rassembler des renseignements exacts et sûrs en ce qui concerne la fluctuation du loyer des capitaux, surtout aujourd'hui où les grandes maisons de crédit centralisent pour ainsi dire tous les renseignements par le réseau de toutes leurs agences de France ou de l'Étranger. L'adjudication est encore préférable à un traité sans concurrence ; elle a l'avantage de préciser avec plus de sûreté le taux le plus élevé auquel il est possible de placer l'emprunt. Or, la détermination du taux est une affaire très délicate et l'un des vices de la souscription publique est précisément que l'État peut malaisément à lui seul, découvrir le taux maximum auquel il peut lancer l'emprunt, et, par crainte d'un échec, il le fixe en général trop bas (1).

(1) A Lévy. *Les emprunts de la ville de Paris* (Thèse 1896).

« On reconnaît cependant à ce procédé (adjudication) cette qualité que le véritable taux correspondant à la situation du marché, a plus de chance d'être obtenu. A raison même de leur profession, les ban-

C'est ici que trouve sa place le quatrième avantage, présenté par la concurrence des banquiers ; ils ne soumissionneront pas à des prix trop au dessous du cours des capitaux, cette concurrence nous paraît assurer la garantie de l'État. (Rappelons encore une fois à l'appui de notre thèse, l'emprunt de 1830 adjugé à la maison Rothschild frères au dessus du pair, à 102 fr. 075).

Citons aussi ce passage de M. Paul Leroy-Beaulieu dans son *Traité de la Science des Finances* (t. II, p. 605) :

« Sous le régime de l'adjudication, tous les grands capitalistes d'Europe se constituent en groupes qui se font concurrence et dont chacun s'efforce d'obtenir la concession de l'emprunt en faisant les conditions les meilleures ; sous le régime de la souscription nationale, les grandes maisons de banque, au lieu de se faire concurrence les unes aux autres, agissent en alliées et de concert pour que l'emprunt soit émis au plus bas prix possible. »

*
* *

A côté de ces avantages incontestables et incontestés, il en est d'autres qui sont plus ou moins en faveur par exemple cette opinion, et c'est la nôtre, que le procédé de l'adjudication est moins coûteux que celui de la souscription publique. On peut le constater facilement en examinant le tableau des emprunts de

quiers sont en mesure de posséder des renseignements exacts et sûrs en ce qui concerne les fluctuations du loyer des capitaux. »

la monarchie de juillet qui tous furent lancés par ce procédé :

— Emprunt 19 avril 1831. — 5 0/0. Montant 7,142,858 francs au taux de 84 produit 120,000,000 de francs.

— Emprunt 8 août 1832. — 5 0/0. Montant 7,614,213 francs au taux de 98,50 produit 150,000,000 de francs.

— Emprunt 18 octobre 1841. — 3 0/0. Montant 5,730,659 francs au taux de 78,525 produit 150,000,000 de francs.

— Emprunt 9 décembre 1844. — 3 0/0. Montant 7,079,646 francs au taux de 84,75 produit 200,000,000 de francs.

— Emprunt 10 novembre 1847. — 3 0/0. Montant 2,569,413 francs au taux de 75,25 produit 64,449,443 francs. (Cet emprunt devait être de 250 millions, mais, comme nous l'avons déjà vu, les événements de 1848 empêchèrent de le réaliser en totalité) (1).

Sous le second empire où tous les emprunts ont été émis par le procédé de la souscription publique directement faite au nom de l'État, les frais sont plus élevés.

Ainsi pour l'emprunt de 1870, fait par le procédé de la souscription publique, qui a produit 804,572,000 de francs, les frais se sont élevés à 6,623,373 fr. 75 soit 3/4 0/0.

Si l'on considère encore les deux grands emprunts

(1) Léon Say. *Dictionnaire des Finances*. Mot Emprunts, p. 5 ets.

de 2 et 3 milliards pour la libération du territoire, pour le premier on a : pour 2,225,995,045 francs, 82,671,196 fr. 38 de frais soit 3 3/4 0/0.

Pour le second on a : pour 3,498,774,639 francs, 84,739,343 fr. 34 de frais soit 2 1/2 0/0 (1).

Il y a encore un autre avantage discuté, c'est celui qui vise les petits souscripteurs. On dit que par le procédé de l'adjudication, on écarte systématiquement le petit rentier de la prime à réaliser sur les unités ; mais à notre avis, c'est une grave erreur, car le banquier qui a pris en main le lancement d'un emprunt a tout intérêt à le voir réussir, par suite à maintenir les cours, de sorte que le petit souscripteur est toujours sûr d'encaisser une prime plus ou moins forte.

*
* *

Ces avantages que présente pour nous le système de l'adjudication sont contrebalancés suivant un avis que nous ne partageons pas par quelques inconvénients.

On dit par exemple, que les banquiers adjudicataires réalisent un bénéfice trop grand à cause de la différence du taux d'adjudication et du taux d'écoulement dans le public ; et l'on croit réduire cette commission trop grande par le système de la souscription publique !

A l'appui de cette opinion nous citons les lignes

(1) Paul Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 364 et s.

suivantes de la *Grande Encyclopédie* au mot (Emprunts) :

« Il est avantageux que le taux nominal de l'emprunt soit à peu près le taux réel que peut obtenir l'État emprunteur et qui permet une émission à un prix se rapprochant du pair ; la charge pour l'intérêt est la même ; mais en cas de remboursement, la somme à payer ne diffère que peu du montant reçu ; il est vrai, par contre, que la prime à espérer étant plus faible, le classement d'un tel emprunt est un peu plus difficile. »

Examinons d'un peu plus près cette question. Les banquiers adjudicataires courent des risques ; il leur faut donc une espèce d'assurance qui les garantisse contre une chance de perte ; on leur octroie précisément une commission très minime sur chaque titre presque insensible au souscripteur.

Quoiqu'il en soit, le taux d'émission, par ce procédé, sera fixé par les banquiers avec connaissance de l'état du marché, non sans quelque chance d'être supérieur à celui qui eût été fixé par l'État dans le système de la souscription publique. Mais il peut se trouver des gens pour se plaindre de la dépendance dans laquelle les capitalistes sont tenus par les banquiers ; quant au contraire cette question ne se pose pour ainsi dire pas. Qui, en effet, a développé la fortune mobilière, si ce n'est la grande banque en initiant les masses à la connaissance des valeurs mobilières ?

On a parlé aussi de coalition ou pour employer une expression plus moderne, de syndicats de banquiers

qui s'entendent de façon à écarter les concurrents auxquels le groupement ne permet pas d'entrer en lutte. Ils s'assureraient de la sorte l'adjudication à un taux rémunérateur pour eux, au détriment de l'emprunteur, État ou Ville. Mais c'est là, nous le croyons, une idée erronée, car la loi de l'offre et de la demande trouvera ici son application, comme dans tous les phénomènes économiques. A l'appui de notre opinion nous constaterons que le prix d'émission est en parfaite concordance avec l'état du marché au moment où l'emprunt est fait.

On nous objectera l'emprunt de la Ville de Paris de 40 millions en 1832. Il fut créé 40,000 obligations remboursables en 20 ans à 1,000 francs et rapportant un intérêt de 4 0/0 avec primes et lots (1). La compagnie adjudicataire avait soumissionné un moindre intérêt 4 fr. 87, les 0 fr. 87 d'écart étant destinés à constituer des primes et des lots. Les obligations furent cédées à 954 fr. 30 laissant 45 fr. 70 de prime et on ajoute alors que cette prime revint aux adjudicataires qui étaient libres de placer les titres au prix qui leur convenait. On peut répondre, il est vrai, que presque tous les emprunts du même genre ont été faits avec de très grosses primes et pour n'en citer qu'un exemple, l'emprunt de la Ville de Paris 1899, dit emprunt du Métropolitain, qui fut émis à 410 francs remboursable à 500, laissant ainsi une prime de

(1) V. A. Lévy. *Étude sur les emprunts de la ville de Paris* (Thèse 1896), p. 106.

90 francs, alors que l'autre n'était que de 45 fr. 70.

Mais admettons pour un instant que des syndicats de banquiers se soient formés pour écarter certains confrères; dans le système de la souscription publique, il pourra en être absolument de même; car les gros banquiers, avec leur puissance, pourront souscrire des quantités colossales de titres et les revendre après au public avec un bénéfice tout aussi considérable, et qui en pâtira, sinon le petit rentier qui aura payé tout aussi cher que par l'autre procédé? L'emprunteur n'y trouvera ni perte ni gain, puisque la même somme rentrera dans ses caisses. Avec la souscription, nous ne saurions trop le répéter, l'Etat fixe le taux d'émission toujours trop bas, par crainte d'un échec.

Si la question de l'adjudication ou de la souscription se pose pour les états à finances bien assises, il n'en est pas de même pour les pays dont le crédit est épuisé ou non encore éprouvé; alors les soumissions ne sont le plus souvent obtenues que moyennant des commissions exorbitantes qui aggravent singulièrement les charges des emprunts, c'est de là qu'on est parti pour s'élever contre le procédé de l'adjudication.

C'est pourtant le seul procédé pour ces États, de se procurer les fonds nécessaires en vue de subvenir aux besoins urgents et indispensables. Ils préfèrent payer une commission élevée de façon à pouvoir trouver les fonds nécessaires qui leur permettent d'entreprendre des travaux donnant une plus value à leur richesse économique.

Pour éviter de trop grandes surprises, nous pensons avec l'éminent professeur, M. Cauwès, que dans ce cas particulier, il convient de donner une publicité très large aux emprunts de ces États peu favorisés, en soumettant les banquiers intermédiaires à l'obligation de faire connaître dans les prospectus et les placards relatifs aux emprunts (1) :

- a) l'importance de l'État emprunteur ;
- b) les ressources domaniales et fiscales des dernières années ;
- c) le total de la Dette publique ;
- d) les biens offerts en garantie, au cas d'hypothèque spéciale ;
- e) les charges hypothécaires antérieures s'il en existe ;
- f) les fonds au moyen desquels les intérêts doivent être servis aussitôt après la réalisation de l'emprunt.

Ce sont à peu près les seules mesures préventives que l'on puisse prendre sans enfreindre la liberté du marché des valeurs. On ne peut, autrement, en adoptant un système plus accentué, qu'engager la responsabilité de l'État et provoquer peut-être des susceptibilités internationales.

Son moindre tort serait qu'il n'aurait qu'une efficacité douteuse, car il est évident qu'on ne peut protéger les souscripteurs nationaux contre l'appât du gain à réaliser.

(1) V. Cauwès. *Cours d'économie politique*, t. IV, p. 483.

SECTION II

DE LA SOUSCRIPTION PUBLIQUE

SOMMAIRE : Son origine en Angleterre ; ses débuts en France ; Succès croissant de 1854 à 1872. — Conditions de succès de la souscription publique ; prix d'émission susceptible de monter ; versements échelonnés ; influence sur le public ; — Ses inconvénients : 1° Echec possible, si le crédit de l'État emprunteur faiblit ; 2° Le produit de l'emprunt ne rentre pas immédiatement dans les caisses de l'État ; 3° Placement de l'emprunt à un taux trop bas ; 4° Spéculation provoquée par ce procédé. — Comparaison avec l'adjudication au point de vue des frais ; exemples de souscriptions publiques exagérées.

Le procédé d'émission des emprunts par souscription publique nous vient d'Angleterre, comme nous l'avons vu plus haut. C'est d'ailleurs le pays le mieux préparé à toutes ces questions.

Voici à peu près comment fonctionnait le plus habituellement, ce système aux XVII^e et XVIII^e siècles (1).

(1). V. Paul Leroy-Beaulieu, *ouv. cit.*

Le gouvernement fixait les conditions de l'emprunt et les souscriptions étaient reçues, pour le compte de l'État, par la Banque d'Angleterre agissant comme intermédiaire, et non comme assureur ou escompteur.

La Banque d'Angleterre ne prenait pas l'emprunt à son compte, elle n'en garantissait pas le placement intégral et ne faisait pas l'avance des versements échelonnés ; elle ne jouait qu'un rôle de receveur, l'opération étant dirigée tout entière aux risques de l'État dans les bureaux de la Banque.

Ceci trouve son explication dans le fait que la banque nationale est chargée, dans la Grande-Bretagne depuis très longtemps du service et de la régie de la Dette Publique, ainsi que de la centralisation des recettes du Trésor. C'est pour ainsi dire le rôle joué chez nous par nos trésoriers-payeurs généraux des finances. L'État en Angleterre a son banquier, tout comme les simples particuliers, car, en Angleterre, personne, même pas le plus petit commerçant ou particulier, ne saurait se passer de ses services. Il serait à désirer qu'il en fût de même chez nous pour les transactions commerciales ; ce qui arrivera sans doute dans un délai assez court, quand les grandes maisons de crédit auront compris tout le bénéfice qu'elles peuvent retirer de cet état de choses en supprimant toutes les entraves qui subsistent encore pour l'acclimatation de ce système.

Ainsi donc, au XVII^e et au XVIII^e siècles, c'était la méthode par souscription publique, faite directement

au compte de l'État qui était suivie en Angleterre, et, c'est ce procédé qu'on essaya d'appliquer chez nous sous la Restauration en 1818. Malgré le succès apparent de cet emprunt, car il fut souscrit 15 fois, l'État l'abandonna provisoirement jusqu'en 1848; à partir de cette époque et pendant tout le second empire, c'est ce système qui prévalut, et même il eut un succès colossal non discontinu, puisque l'emprunt de 1868 fut couvert jusqu'à 30 fois. Il est à remarquer que les emprunts de cette période présentent tous cette particularité qu'ils furent tous émis par voie de souscription publique, alors qu'il n'en était pas de même en Angleterre, puisque en 1855, sir Georges Cornwall Lewis lança, par le procédé de l'adjudication, trois emprunts, le premier de 400 millions et les deux autres de 125 millions.

Pour le premier, le chancelier de l'Échiquier voulut faire une émission au pair, il ne craignit pas de payer l'argent trop cher, il attacha seulement à chaque inscription de 100 livres une prime, une annuité pendant trente ans expirant le 5 avril 1885. Ce fut sur l'importance de cette annuité que durent porter les offres des concurrents de l'adjudication. La maison Rothschild, déclarée adjudicataire avait réduit à quatorze schillings six pences, l'annuité qu'elle demandait.

Les deux autres emprunts lui furent aussi concédés le premier à 111 £ 2 schillings 2 pences par 100 £ versées, ce qui équivalait à des Consolidés à 90 francs; le second à 107 £ 10 schillings 7 pences par 100 £

versées, équivalant à des Consolidés à 93 francs ; l'intérêt était 3 0/0. (1)

Par ces exemples, on peut aisément se rendre compte qu'avec l'adjudication, l'emprunt peut être placé à un taux plus avantageux qu'avec le procédé de la souscription publique.

Le premier emprunt de l'empire, affecté aux dépenses de la guerre de Crimée, fut émis le 11 mars 1854 par Bineau, ministre des finances sous cette forme. Il voulait « démocratiser » la rente, et, comme le disent très bien MM. Boucard et Jèze (p. 347) : « L'empire fit de l'appel de fonds un appel au peuple. » (*Élément de la Science des Finances et de la Législation Financière Française*). Dans l'exposé des motifs, le ministre s'exprimait ainsi :

« Diverses causes ont contribué depuis quelques temps à déprécier momentanément les rentes françaises. La cherté des subsistances a ralenti l'essor de la fortune publique. Les difficultés de la question d'Orient ont fait naître quelques inquiétudes ; peut-être même la spéculation a-t-elle contribué à faire fléchir les cours dans la prévision des besoins du Trésor et dans l'attente des moyens qu'il emploiera pour y pourvoir. C'est une raison de plus et une raison puissante pour admettre à souscrire le public tout entier. Si le Trésor a un sacrifice à faire, il le fera sans regret, puisque ce sera au profit de tous (2). »

(1) V. Cucheval-Clarigny. Essai sur l'amortissement et les emprunts d'États, p. 73.

(2) Léon Say. *Dictionnaire des Finances*. Mot Emprunt, p. 54 et s.

La confiance publique a répondu par des milliards, non pas une fois, mais toutes les fois qu'un emprunt fut lancé, sans que le taux d'émission eût la moindre influence sur le succès de l'opération, car, sans la confiance, le taux d'émission est illusoire.

En face du public, l'État emprunteur peut choisir la souscription publique, il fixe alors le cours d'émission et tous, sans distinction, même les étrangers, peuvent apporter leur part à la souscription.

Il peut, s'il le préfère, recevoir les souscriptions par soumissions cachetées ; dans ce cas, il fixe le minimum auquel il accepte les souscriptions, et les souscripteurs formulent leurs demandes en indiquant la quantité de titres qu'ils désirent et le cours qu'ils veulent payer. A l'ouverture des soumissions, on satisfait d'abord ceux qui ont offert le prix le plus élevé, et on s'arrête au minimum fixé par l'emprunteur. Ce second mode ne fut pas employé chez nous.

*
* *

Dans ce système de la souscription publique, ce qu'il faut avant tout aux prêteurs, c'est un prix d'émission qu'ils croient susceptible de monter et laisser ainsi de la marge à la spéculation : (Dufresne St-Léon (1) cite un emprunt de rentes viagères sous l'ancien régime, resté ouvert pendant 2 ans sans succès, et qui fut très demandé aussitôt que les spéculateurs

(1) Joseph Garnier. *Traité de Finances*, p. 465.

eurent souscrit la totalité. C'est l'histoire de la pomme de terre dont personne ne voulait manger et que l'on finit par voler, dès qu'on la vit gardée par des gendarmes.) Mais il n'y a pas lieu de le redouter, le gouvernement étant toujours tenté de fixer un prix inférieur, par crainte d'un échec.

L'État doit-il exiger immédiatement des prêteurs la totalité de la somme souscrite? Non. Il y aurait d'abord grave imprudence à le faire, car la masse des capitaux disponibles ne pourrait souvent égaler le montant de l'emprunt; puis on retirerait de la circulation et on immobiliserait dans les caisses de l'État, des espèces et des billets qui manqueraient pour les transactions. L'échelonnement des versements évite au pays une privation trop brusque du capital circulant et permet à l'épargne en formation de faire face, peu à peu, à une partie des versements différés. Par contre, dans les derniers emprunts émis par souscription, on a trop multiplié, à notre avis, le nombre des versements.

Si l'État ne doit pas exiger la totalité de la souscription immédiatement, il doit tout au moins, s'entourer du plus de garanties possibles pour récupérer le capital souscrit; aussi, pour, y parvenir, il fera bien de fixer la quotité du versement de garantie plus haut que chacun des suivants, un cinquième ou un quart de la somme que devra payer en totalité le prêteur. Il devra, autant que possible, exiger ce versement en numéraire, le versement en titres étant de nature à fausser la souscription, malgré les avantages

qu'on peut y trouver. Il y a une certaine catégorie de valeurs, appelées valeurs internationales, qui facilitent beaucoup la tâche d'un gouvernement lorsqu'il s'agit de lancer un emprunt considérable. Elles viennent en aide aux emprunts en empêchant l'absorption d'une trop grande partie du capital circulant ; mais ce ne serait pas une raison pour exiger le montant total de la souscription immédiatement. Les principales de ces valeurs sont le 5 0/0 Italien (converti à l'heure actuelle en 4 0/0), les emprunts Autrichiens et Hongrois, les divers titres de la Dette Turque et Égyptienne, les titres des emprunts des États-Unis, les rentes Espagnoles, les actions de Chemins Lombards ou Autrichiens, les rentes Russes, etc. C'est l'origine de ces valeurs qui constitue leur caractère international, car presque toutes les émissions de ces valeurs se firent exclusivement à l'étranger et elles y restaient ; aussi maintenant leur existence vient-elle puissamment en aide à l'émission des emprunts d'États ; elles servent de papier de change, c'est d'ailleurs de cette manière qu'a été soldée une grosse partie de notre indemnité de guerre en 1871. Il est à remarquer aujourd'hui que l'annonce d'un emprunt fait baisser toutes ces valeurs qui sont alors rachetées par leur pays d'origine et ramènent ainsi en France un capital pour alimenter l'emprunt.

A considérer le taux d'émission des titres de rentes sous l'empire, il ne paraît pas que le système de la souscription publique ait abaissé l'intérêt que l'État eut à fournir à ses prêteurs. Peut-être, par l'adjudi-

cation, y serait-on arrivé, mais il fallait frapper de grands coups, en étonnant le rentier par le succès immense des emprunts. Il est vrai qu'en partie, du moins, les circonstances naturelles et artificielles étaient moins propices au crédit de la France, et cependant, c'est l'époque des chemins de fer et du développement colossal des diverses industries en France. Sous le régime impérial on abusa des emprunts sans employer comme sous Louis-Philippe, le procédé de l'amortissement, qui éleva d'une manière tout à fait factice le taux des fonds publics et surtout celui du 3 0/0, au rachat duquel la dotation de l'amortissement s'appliquait avec une intensité considérable.

*
* *

Malgré certains avantages, le système de la souscription publique offre les inconvénients suivants :

1° L'emprunt peut n'être pas placé du tout ou ne l'être qu'en partie, si le crédit de l'État faiblit ; 2° Le produit de l'emprunt n'est pas immédiatement versé dans les mains de l'État puisque les banquiers ne sont plus là pour jouer le rôle d'assureurs et d'escompteurs ; 3° Le placement de l'emprunt se fait la plupart du temps à un taux trop bas ; 4° Enfin la souscription publique provoque une spéculation intense qui est aussi nuisible aux rentiers sérieux qu'utile aux banquiers et aux spéculateurs.

Les deux premiers inconvénients n'ont pas besoin de longs commentaires, ils s'expliquent d'eux-mêmes :

c'est ainsi qu'en 1818, malgré l'offre de 3 milliards 260 millions pour les 198 millions demandés, c'est-à-dire quinze fois la somme exigée, les souscriptions furent reconnues n'être pas sérieuses. A cette époque il y avait pénurie de capitaux disponibles et on s'en aperçut à la difficulté de faire rentrer les versements partiels ; c'est pour cette raison dans la suite qu'on abandonna ce système pour employer désormais l'adjudication jusqu'en 1854.

Léon Say, dans le courant de 1882, a reconnu dans son discours sur le budget de 1883, que plus un emprunt était de fois souscrit, moins il était classé dans le public. Ils s'exprimait ainsi : (*Les Finances de la France sous la troisième République*), t. II, p. 549. « Tout s'use en ce monde, et surtout en matière de finances : rien n'est plus usé que la souscription publique. On peut dire qu'un emprunt souscrit seize fois, c'est un emprunt manqué, parce qu'on a laissé en réalité à un certain nombre de personnes interposées le soin de l'émettre et que ces personnes ne présentent aucune espèce de solidité au point de vue financier... » et un peu plus loin : « Il ne faut pas croire, ainsi qu'on l'a assuré à cette tribune que ces titres (3 0/0 amortissable) sont dans les mains des financiers, des sociétés de crédit ; s'il en était ainsi, il n'y aurait pas grand mal, car on les écoulerait peu à peu ; mais ces titres sont entre les mains de personnes qui ne veulent pas ou qui ne peuvent pas les garder. »

Quant au troisième inconvénient signalé qui con-

siste à émettre trop bas les emprunts nous en avons de nombreux exemples dans les emprunts de l'État Français et dans ceux de la Ville de Paris.

Il est à remarquer que jusqu'en 1880, tous les emprunts ont été émis à 2 ou 3 0/0 au dessous du cours qu'il eût été possible d'atteindre. Celui de la Ville de 1871 par exemple. En plaçant à 440 francs des obligations 4 0/0 remboursables à 500 francs, alors qu'on eût pu facilement trouver une maison de banque qui aurait souscrit la totalité de l'emprunt à un prix de 450 francs ; peu de temps auparavant en effet le Crédit Foncier de France avait placé des obligations du même genre à 450 francs. (1)

De même pour l'emprunt de la Ville de Paris de 1876, qui fut émis à 465 francs en 4 0/0 remboursable à 500 francs, qu'on eût pu facilement écouler au prix de 480 francs : les obligations de l'emprunt de 1875 valant en bourse 485 francs non libérées et 500 francs tout payé. Du reste les circonstances se sont chargées elles-même de démontrer combien la Ville avait eu tort puisque huit jours après, ces titres émis à 465 francs étaient cotés 485 et 490 francs. La Ville subissait ainsi une perte sèche de 3 0/0 sur la somme qu'elle eût pu retirer de l'emprunt si elle avait été mieux informée. Pour cela elle n'avait qu'à recourir aux services des banquiers et des maisons de banque qui pour une commission minime se seraient chargés de lancer l'emprunt, connaissant parfaitement l'état du marché à cette époque.

(1) *L'Economiste Français* de mai 1876.

On critique précisément ces commissions allouées aux banquiers dans le système de l'adjudication ; mais dans ce cas, on rémunère un service rendu tandis qu'avec la méthode de la souscription publique pure et simple les États et les Villes font en général des cadeaux considérables aux banquiers qui ne leur rendent que des services médiocres et qui plus est font d'énormes bénéfices sans qu'il y ait de contrepartie. On peut encore ajouter que leur concours indirect ne sert qu'à empêcher l'introduction des titres dans les portefeuilles qui les veulent garder si ce n'est avec une majoration considérable de prix qui ne profite qu'au banquier à l'exclusion du rentier.

Et quand on dit que le système de la souscription a pour résultat de faire entrer les titres jusque dans les plus petits portefeuilles, c'est une grave erreur à notre avis, car tel qu'on le pratique aujourd'hui, son rôle est précisément d'évincer tous les moyens capitalistes et de ne leur laisser prendre aucune part à l'emprunt ; ou alors il sont obligés de souscrire 50 ou 100 fois le nombre d'obligations qu'ils désireraient obtenir ; et cela devient fort gênant pour le petit rentier. Le versement de garantie étant assez considérable, celui-ci ne pourra bien souvent disposer immédiatement de la somme exigée et sera obligé de vendre d'autres titres qui modifieront nécessairement l'allure du marché. Si l'on réfléchit un peu on constate que l'on risque beaucoup pour une chance de gain très faible, les chances de perte au contraire sont considérables.

Deux catégories de personnes peuvent seules affronter le système de la souscription publique, ce sont les unitaires ou souscripteurs d'unités, ou bien encore les grandes maisons de banque. C'est pour éviter les inconvénients résultant des souscriptions exagérées comme chiffre que la Ville de Paris pour l'emprunt de 1899, dit emprunt Métropolitain, décida que quatre obligations ou trois quarts d'obligation au moins seraient garantis à tout souscripteur. L'intention était d'attirer le petit rentier ; mais si l'emprunt échoua, nous estimons que la cause en est dans le trop faible intérêt servi 2 0/0 et aussi dans le manque de services des maisons de banque dont le rôle était réduit à l'ouverture de leurs guichets aux souscripteurs.

*
* *

La différence des taux dans les deux systèmes est encore plus considérable en réalité qu'en apparence ; parce que dans le système de l'adjudication l'État est dispensé de tous les frais de la souscription qui sont à la charge des banquiers adjudicataires, tandis que dans le système de la souscription publique, c'est l'État qui supporte tous les frais, de sorte qu'il est obligé de lancer dans le public plus de rentes qu'il ne peut en avoir besoin pour le capital demandé. Les frais sont considérables, car du produit de l'emprunt, sous le régime de la souscription publique faite par l'État, il faut déduire les frais pour avoir le produit net. Ainsi d'après les tableaux de Magne sur l'état

des finances de la France nous avons pu voir précédemment que pour les emprunts de deux et trois milliards les frais se sont montés respectivement à $3\frac{3}{4}$ 0/0 et $2\frac{1}{2}$ 0/0. C'est pour cette raison que nous nous sommes demandé, dans ces conditions, s'il ne vaudrait pas mieux revenir au vieux système de l'adjudication ou à tout autre :

Voici d'ailleurs l'opinion de Léon Say à laquelle nous nous rallions entièrement :

(*Dictionnaire des Finances*. Mot Emprunts, p. 54 et s.)

« Les souscriptions publiques semblent avoir fait leurs temps et il ne serait pas étonnant que d'ici peu de temps nous voyons reparaître les procédés d'adjudication qui pendant si longtemps ont été pratiqués en France et dont l'Angleterre ne s'est, pour ainsi dire, presque jamais départie. »

Le système de souscription publique, par ses énormes chiffres de souscriptions, a un moment ébloui nos financiers. Ce n'est qu'en le voyant, depuis, souvent appliquer à l'étranger, qu'on en apprécia le côté factice ; malgré cette idée couramment admise qu'il a perfectionné le mécanisme des emprunts, par l'enthousiasme patriotique auquel il donna lieu lors des émissions de deux et trois milliards pour la libération du territoire. Est-on bien sûr que l'on ne serait pas arrivé au même résultat en employant tout autre procédé et particulièrement celui de l'adjudication ?

Nous avons vu en France quelques emprunts couverts un très grand nombre de fois : celui de

1868 le fut trente fois et celui de 3 milliards plus de treize fois ; mais ce n'est rien en comparaison de certains emprunts faits en Portugal et en Russie, il y a quelques années, qui ont été couverts jusqu'à cent fois. Dans de telles souscriptions il est impossible de voir un chiffre sérieux. Ainsi comme le dit M. Leroy-Beaulieu, dans son traité de la *Science des Finances*, la souscription aux actions des lignes ferrées de Fastow et d'Orenbourg pour un capital nominal de 10.100.000 roubles (40 millions) a produit une demande 40 fois plus grande. En 1874, la souscription aux lignes de la Vistule et de l'Oural, pour un capital de 13.422.000 roubles, a été couverte plus de cent fois. » Tous ces faits démontrent amplement, que le système de la souscription publique, tel qu'il est pratiqué aujourd'hui tend à devenir un gigantesque « Humbug ». Aussi est-ce pour remédier à cet état de chose qu'on a cherché un autre procédé et que l'on est arrivé au système dit du robinet d'ailleurs tout récent.

SECTION III

PROCÉDÉ D'ÉMISSION DIT « DU ROBINET »

SOMMAIRE. — Son emploi en 1878, en vue de l'exécution du plan Freycinet; insuccès au début. — Ses avantages : 1° Il ne trouble pas le marché; 2° Les titres sont classés immédiatement; 3° Ils peuvent revêtir immédiatement la forme nominative; 4° Il n'immobilise pas l'argent dans les caisses du Trésor; 5° Pas de commissions aux banques; 6° L'émission se fait à l'heure favorable et à un taux variable. — On peut reprocher au « Robinet » d'être lent et peu approprié aux emprunts importants.

Le procédé « du robinet » qui consiste à placer directement, et au fur et à mesure des besoins, un emprunt au moyen de négociations faites à la Bourse par l'intermédiaire du syndicat des agents de change et par l'entremise des trésoriers payeurs généraux dans les départements et du caissier-payeur central à Paris, a été inauguré dans notre pays par Léon Say lors du premier emprunt de la rente amortissable 3 0/0 en 1878 (1).

(1) V. dans le chapitre précédent l'opinion de Léon Say. (*Les Finances de la France sous la troisième République*, t. II, p. 265 et s.)

Cette modalité avait été choisie, comme nous l'avons déjà dit, pour une série d'emprunts faits en vue de mettre à exécution le grand projet de travaux publics de M. Freycinet. L'État n'ayant pas un besoin immédiat de toute la somme exigée par le projet, on avait trouvé plus avantageux d'employer ce moyen de préférence à la souscription publique qui entraîne après elle d'assez grands frais (1). Il est regrettable à notre sens qu'on ait alors perdu de vue le procédé de l'adjudication qui eût cependant rendu, dans ce cas particulier, de grands services. Faut-il attribuer son insuccès relatif à l'ignorance du public sur la nature de ce type nouveau de rente sur l'État (3 0/0 amortissable), ou à certaines fautes commises dans la détermination des caractères de cette rente? Toujours est-il que l'on se heurta dès le début à une certaine répugnance de la part du public à apporter ses capitaux à ce nouveau genre de titres.

L'emploi de ce procédé est amplement justifié, lorsque l'emprunt est de minime importance et que l'on a besoin des fonds par séries successives; mais dans la plupart des cas, il est hors de doute que ce procédé ne serait ni assez rapide ni assez sûr pour recouvrer une somme très importante.

(1) D'après Léon Say, les frais de négociation pour la première émission du 3 0/0 amortissable auraient été de 0 fr. 17 par 100 francs de capital emprunté, alors que pour l'emprunt de 2 milliards ils se seraient élevés à 4,57 0/0 et pour celui de 3 milliards à 4,48 0/0 (ouv. cit. p. 265 et s.).

*
* *

Certains financiers ont trouvé à ce procédé de multiples avantages ; d'après eux ce serait la panacée universelle : (A. Lévy, *Étude sur les Emprunts de la Ville de Paris.*)

1° L'émission a lieu d'une façon continue, graduellement, au fur et à mesure des besoins et non en bloc ; elle ne trouble donc pas le marché des valeurs.

2° Les titres se trouveront immédiatement classés et ne resteront pas entre les mains d'intermédiaires avant de passer dans les mains des capitalistes. Ceci en fait n'est peut-être pas tout à fait exact, puisqu'il sera très facile aux grands banquiers d'être servis avant le petit rentier.

3° Les titres pourront immédiatement revêtir la forme nominative. Est-ce bien un avantage réel ? Nous ne le pensons pas, car les transactions, sur cette nature de titres, se font dans des conditions absolument déplorables de lenteur (environ un mois).

4° L'argent n'est pas immobilisé dans les caisses du Trésor ; puisque sitôt rentré, il sert à régler les travaux qui viennent ou qui sont sur le point d'être terminés.

5° Enfin, et c'est-là le principal argument des partisans de ce procédé ; on évite les commissions allouées aux banquiers et le tumulte lors de la souscription. Mais la commission allouée aux intermé-

diaires n'est-elle pas utile pour faciliter l'éducation du public? Qui peut mieux que le banquier et a plus intérêt que lui à le bien faire, à renseigner le particulier sur la nature des diverses valeurs? On l'a bien vu lors du premier emprunt de l'amortissable, lorsque le gouvernement a été obligé de baisser progressivement le taux de l'emprunt, pour arriver à recouvrer les sommes dont il avait un besoin immédiat.

6° Ce procédé étant ou pouvant être continu, l'émission se ferait aux moments favorables et jamais à un taux uniforme. Évidemment; mais lorsqu'on a absolument besoin d'argent il faut subir l'état du marché des valeurs et l'on risque de perdre une grosse partie du bénéfice que l'on eut dû réaliser.

C'est fort juste à la condition toutefois que l'État emprunteur ait un crédit très bien établi et considérable; il peut se passer alors de l'aide des banquiers pour ces négociations de titres nouveaux; mais lorsque c'est un petit État ou un État dont le crédit est limité, il devient tout à fait impossible. Cependant, même dans un État à finances bien assises, le gouvernement est quelquefois obligé d'avoir recours aux banquiers; en 1878, par exemple, pour le 3 0/0 amortissable, le Trésor a bien cédé à un syndicat de banquiers ou de capitalistes une quantité assez considérable de ces titres à des cours qui n'étaient que d'une légère fraction au-dessous des cours cotés : c'était-là une dérogation à la règle que l'on doit suivre pour un pareil procédé. Nous en trouvons l'explication, comme nous l'avons vu plus haut, non seulement dans la nouveauté

du procédé, mais encore dans la nature du type même de l'emprunt ignoré du gros public.

Généralement voici comment on procède avec les États qui n'ont pas un crédit bien établi et très étendu.

Les banquiers prennent une partie de l'emprunt à leur compte et à un prix convenu, 70 0/0 par exemple s'il s'agit de fonds 3 0/0 ou 4 0/0, et ils se réservent de prendre l'autre partie à un taux déterminé, si cela leur convient, par exemple 75 0/0 : le prix des rentes à option étant un peu plus élevé que celui des rentes prises fermes : ces conventions étant faites, les banquiers négocient à la Bourse d'abord les rentes qu'ils ont prises ferme pour leur compte, puis les rentes qu'ils ont prises à option ou qu'ils placent pour le compte direct de l'État. C'est ce qui a été fait pour le 4 0/0 Autrichien or et le 6 0/0 Hongrois en 1877 et 1878 (1).

La Ville de Paris elle-même, lors de l'emprunt dit de 1894-96, a tenté d'employer ce procédé du robinet ; pendant quelque temps elle réussit à placer des titres au pair ou tout près du pair ; mais survint alors un nouveau besoin d'argent pour la construction du Métropolitain coïncidant avec un état de rareté du numéraire sur la place, de sorte que le gros public s'écarta un peu des emprunts de la Ville et que le placement de l'emprunt de 1894-1896 se trouva indéfiniment retardé. Aussi la Ville fut elle contrainte à traiter

(1) V. Leroy-Beaulieu, *ouv. cit.*

avec les grands établissements de crédit pour mener à bien le placement de cet emprunt. Il en résulta qu'au lieu de placer ses obligations de 400 francs au pair ou à peu près, elle céda ses titres aux banquiers à un taux inférieur à 360, puisque les maisons de banque écoulaient ces titres, dans le public, à ce prix. Par cet exemple on voit bien que loin de profiter de l'état du marché des valeurs, la Ville en a au contraire beaucoup souffert, et si elle avait adjugé cet emprunt à des banquiers, elle en aurait tiré un plus grand capital. On ne peut pourtant pas dire que la Ville de Paris ne jouisse pas d'un crédit considérable; mais elle s'est laissé entraîner dans la circonstance, et pour ses emprunts futurs nous croyons qu'il sera avantageux pour elle de changer son système, si elle ne veut pas s'exposer à un échec tel que celui qu'elle a pu redouter pour son dernier emprunt de 1899.

Nous admettons, avec M. André Sayous, « qu'il y a une tendance fatale dans le public à acheter trop cher des valeurs nouvellement émises. Tout dividende quelque peu supérieur au dividende moyen des valeurs similaires, est, en circonstances normales et avant quelque leçon sensible, un aimant pour l'épargne, alors même que les risques au lieu d'augmenter d'une façon minime, se trouvent tripler ou décupler. L'espoir des gains énormes fait accepter des valeurs à lots dans des conditions, que tout homme, calculant mathématiquement les probabilités de succès, ne saurait considérer sans rire ». (*Revue d'Économie Politique*, avril 1900.)

*
* *

Pour nous résumer, nous dirons donc que le système du robinet est bon pour les emprunts de minime importance dans un état à finances bien assises ; mais lorsqu'il s'agit de demander des sommes considérables au crédit soit pour l'exécution trop hâtive de grands travaux, soit pour le paiement d'une indemnité de guerre, ou l'achat d'une colonie, on doit l'écarter systématiquement. C'est pour cette raison que certains financiers ou auteurs, parmi lesquels M. Paul Leroy-Beaulieu (1), ont cherché à concilier le placement rapide avec le moins de déperdition possible, et c'est alors qu'ils ont inventé un système hybride qui emprunte ses avantages, tout à la fois, à la souscription et à l'adjudication. Bien qu'il n'ait pas reçu de commencement d'exécution chez nous, il nous paraît intéressant de rechercher si l'État n'aurait pas tout avantage à l'adopter pour les emprunts à venir.

(1) Paul Leroy-Beaulieu, op. cit., t. II, p. 373 et s. — M. Cauwès, *Cours d'Économie Politique*, t. IV, p. 509.

SECTION IV

DE LA SOUSCRIPTION-ADJUDICATION

SOMMAIRE. — Usage de ce système aux États-Unis d'Amérique du Nord, dans la Nouvelle-Zélande et dans l'Australie du Sud. — Proposé en France en 1875 par Cantagrel et Léon Say. — Ses avantages : 1^o Placement de l'emprunt à un taux élevé ; 2^o Rapide classement de l'emprunt ; 3^o Il réunit les avantages des deux systèmes de l'adjudication et de la souscription, sans en présenter les inconvénients.

Aucun des trois systèmes étudiés précédemment ne nous donna entière satisfaction, il nous a semblé avec plusieurs économistes et financiers comme Léon Say, M. Leroy-Beaulieu et bien d'autres encore pour ne citer que ces deux autorités, qu'il serait avantageux pour un État de faire ses emprunts à venir en combinant le système de la souscription publique et celui de l'adjudication. Cette idée lancée par Léon Say n'est pas une idée originale ; il n'avait fait que reprendre ce qui avait été fait en Australie et en Amérique. En effet, c'est d'Amérique que nous vient la première idée de ce système. Aux États-Unis le gouvernement n'a pas

hésité à payer l'argent ce qu'il valait, sans faire de sacrifices inutiles sur le capital et il a combiné le système de l'adjudication avec celui de la souscription publique. L'usage dont on ne s'est départi qu'une ou deux fois au plus fort de la guerre civile et pour des besoins urgents est que le secrétaire de la Trésorerie doit faire publier dans les journaux la somme dont il a besoin, l'intérêt maximum qu'il peut offrir et la date jusqu'à laquelle il recevra des propositions. Les souscripteurs adressent alors à la Trésorerie un engagement dans lequel ils font connaître leurs conditions, et, quand la répartition de l'emprunt a lieu entre tous les souscripteurs, on donne satisfaction, d'abord et par préférence, aux demandes de ceux qui se contentent de l'intérêt le moins élevé. Quelquefois l'adjudication dépend de la majoration que les souscripteurs offrent sur le pair; c'est ainsi que M. Sherman, en 1878, a placé en moyenne à 101 fr. 50 un demi milliard de 4 0/0 (1).

Comme on peut le voir par cet exemple, cette méthode n'est pas de pure théorie. En parcourant au commencement de 1875 le *Bulletin financier* du Times, dit M. Leroy-Beaulieu (2), j'étais frappé des lignes qui suivent : « La souscription pour l'emprunt de 2.500.000 francs en 6 0/0 de la ville d'Auckland a été ouverte à la banque de la Nouvelle-Zélande ; les demandes se sont élevées à la somme de 12 mil-

(1) Cuheval-Clarigny, *op. cit.*, p. 160.

(2) *Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 355.

lions 1/2. Toutes les personnes qui ont souscrit à un taux de 98 ou au-dessus auront la totalité de leur demande : celles qui ont souscrit au taux de 97 3/4 auront 50 0/0 environ de leur demande. » Quant à ceux qui avaient offert un taux moindre, il ne leur était rien attribué.

En Angleterre nous retrouvons aussi un emprunt Métropolitain de 1.250.000 £ émis par la Cité de Londres en 1877 par le même procédé, qui permit de le placer au pair en partie et même au-dessus du pair à cause de la concurrence de tous les capitalistes.

Autre exemple encore dans le Money-Market du *Times* en janvier 1878 pour un emprunt de l'Australie du Sud se montant à 500.000 £ en 4 0/0. Il y eut 123 souscriptions s'élevant ensemble à 1.137.000 £, soit 2 fois 1/4 le montant de l'emprunt; ces souscriptions offraient un capital qui variait entre 95 £ et 96 £ 8 chillings 6 pences pour chaque 4 £ de rente.

Les souscripteurs au taux de 95 £ 6 schillings et au-dessus par 4 £ de rente reçurent la totalité de leur souscription et ceux au taux de 95 £ 5 schillings 6 deniers reçurent 1/3 seulement de leur souscription (1).

De ces différents exemples on peut tirer cette conclusion que l'État a tout profit à placer un emprunt par ce procédé de la souscription-adjudication. L'État

(1) V. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, t. II, p. 356.

a peu de frais pour placer l'emprunt qui lui rentre en même temps à un taux très avantageux puisqu'il n'est pour ainsi dire pas majoré et chacun y trouve son avantage : les banquiers qui ne payent que ce qu'ils veulent et enfin les moyens capitalistes dont les souscriptions suivent celles des banquiers.

*
* *

Aussi est-ce pour cette raison que Léon Say et un membre du conseil municipal de Paris, M. Cantagrel, défendirent cette théorie en 1875, lors de la discussion sur le mode d'émission que l'on devait employer pour les emprunts de la Ville. On aurait pu dire aux souscripteurs : « Vous n'ignorez pas l'intérêt, ni le taux, ni le délai de remboursement, vous connaissez les autres avantages des obligations de la Ville de Paris, aussi nous ne les vendrons pas moins de 440 francs pour une obligation de 500 francs; mais les souscripteurs qui nous offriront plus, nous leur donnerons la préférence (1). »

Il est certain que si l'on eût adopté ce système on eût trouvé beaucoup de personnes disposées à offrir 450 et même plus et la Ville en aurait retiré quelques millions de plus; d'autre part, les souscripteurs n'auraient pas eu besoin d'immobiliser un gros capital en premier versement de garantie pour être sûrs d'être servis, à condition de payer les titres le prix qu'ils

(1) Voir Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, t. II, p. 373 et s.

valaient réellement. On peut ajouter que les grosses maisons de banque, de leur côté, auraient pu en retirer un gros bénéfice en en prenant une partie pour elles en vue de les replacer ensuite dans le public. Mais, malheureusement, les financiers de la Ville n'étaient pas encore préparés chez nous à adopter ce système ; ils avaient des craintes de subir un échec en employant une modalité qui n'avait pas encore vu le jour en France.

*
* *

M. Paul Leroy-Beaulieu s'est demandé s'il ne serait pas préférable d'abandonner la méthode de la souscription publique pour retourner à celle de l'adjudication entre maisons de banque qui, selon lui, est cent fois préférable pour l'État et pour le public ; mais c'est alors qu'il intervient pour dire qu'il y a mieux à faire en les combinant toutes les deux.

Il doit y avoir un prix minimum dans ce système combiné, de façon que l'emprunteur État ou Ville sache où il va. Le placement en sera assuré à un taux élevé et les titres se trouveront rapidement classés dans les portefeuilles des particuliers ; il sera aussi avantageux à l'emprunteur qu'aux rentiers sérieux ; à l'emprunteur, en l'assurant d'encaisser à peu près le montant total de la somme dont il a besoin sans avoir à payer des intérêts trop élevés pour le capital reçu ; aux rentiers en les garantissant contre des fluc-

tuations sensibles dans les cours après l'émission comme il arrive trop souvent après une souscription publique.

Ce procédé de la souscription publique et de l'adjudication combinées, réunit les avantages de l'une et de l'autre méthode sans en avoir les inconvénients. C'est le seul moyen de rendre sérieuses les souscriptions publiques en n'écartant pas les moyens capitalistes; c'en est un excellent aussi pour empêcher les États ou les Villes de livrer à des cours trop réduits les titres de leur dette (tel l'emprunt dit du Métropolitain en 1899 par la Ville de Paris).

Cependant il peut n'être pas utilisable pour les États dont les finances sont obérées; car alors leurs gouvernements courent à un échec complet; ils ont besoin d'être soutenus par des banques étrangères; c'est pour cette raison que l'adjudication pure et simple devait être conservée; mais pour les États à finances bien assises, le procédé mixte serait bien préférable, bien qu'un des principaux financiers de Paris, chef d'une des premières maisons de banque anonyme de cette place ait fait certaines réserves à la thèse de M. Leroy-Beaulieu. Voici, du reste, comment il s'exprime d'après M. Paul Leroy-Beaulieu:

« Au point de vue de l'égalité, sentiment dont il faut tenir compte en France, ainsi que pour le contentement de chacun des futurs porteurs sérieux, il me paraît plus judicieux et plus équitable à la fois de

(*) *Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 375.

réduire uniformément pour tous ceux dont les demandes sont admises, et ce malgré leurs offres plus élevées. Ainsi, pour prendre l'exemple cité, toutes les personnes qui auraient soumissionné pour l'emprunt d'Auckland auraient reçu, selon mon système, dès qu'elles étaient comprises dans les offres acceptées, leurs titres au taux uniforme de 97 3/4 qu'elles eussent offert 99 ou 98 1/2 0/0, etc. Ceux qui auraient offert les prix plus élevés auraient obtenu la totalité de leur demande et les soumissionnaires au plus bas prix admis, la moitié des sommes demandées ou leur prorata selon le solde restant disponible après le prélèvement pour les offres plus élevées. Tous ceux qui auraient offert un prix assez élevé pour être compris dans l'adjudication trouveraient ainsi une juste satisfaction et un titre aux mêmes conditions, ce qui n'est point à dédaigner, surtout dans une émission importante. Selon moi, l'autre système présente, par des écarts de prix très considérables un certain danger pour la stabilité du marché. Il faudrait aussi se prémunir contre des adjudications à trop bas prix par le dépôt d'un minimum sous pli cacheté. »

Tout ce raisonnement est parfaitement logique ; il est certain qu'un État qui émet un emprunt par le procédé mixte de la souscription et de l'adjudication combinées, doit fixer un minimum auquel il vendra les titres ; mais ce n'est pas sous pli cacheté qu'il doit le faire, car alors il court de trop grands risques à cause d'une coalition possible ; c'est d'une façon offi-

cielle qu'il doit le faire connaître afin que nul n'en ignore.

Somme toute, c'est un procédé que l'on doit étudier avec beaucoup d'attention, car il nous semble que c'est la méthode de l'avenir.

CONCLUSION

En réalité, quel que soit le système d'émission employé, on ne pourra jamais empêcher que la plus grosse partie de l'emprunt aille au plus fort, c'est-à-dire aux grosses maisons de banques (1), mais est-ce un mal ? Nous n'osons nous prononcer car avec la force qu'elles ont en elles-mêmes, nous ne croyons pas possible que l'on puisse se passer de leurs services et c'est pour cette raison après avoir longuement étudié chacun des systèmes d'émission, qu'il faut selon nous faire une distinction entre les États à finances dépréciées ou mal gérées et les grands États qui ont un crédit bien assis par une longue période de prospérité et de sage administration. Mais pour les uns comme pour les autres nous ne pensons pas que l'on puisse se passer de l'aide des banquiers ; on peut le faire dans une plus ou moins grande mesure.

Pour les uns, nous admettrons que si un État veut

(1) Joseph Garnier, *Traité de Finances*, p. 187.

se procurer les fonds nécessaires pour entreprendre des travaux ou de grandes opérations, il lui faut le concours complet des banquiers, car le public est déjà assez méfiant par lui-même pour ne vouloir prêter qu'aux riches et il nous semble que c'est un des dangers économiques actuels que de grossir demesurément la dette de certains États. C'est ainsi que de nos jours les pays comme la Roumanie, la Serbie, la Bulgarie, etc., ont éprouvé beaucoup de difficultés à trouver les fonds disponibles pour entreprendre les grands travaux pourtant si utiles chez eux pour le développement de l'agriculture et de l'industrie. Aussi, pour ces États, le moyen le plus propre à assurer le succès d'un emprunt, c'est d'avoir recours au procédé de l'adjudication entre banquiers si cher aux Anglais. En effet, il protège l'État lui-même contre un placement à un taux déguisé trop exagéré ; la lutte étant établie la plupart du temps à l'étranger entre les gros banquiers et les grandes maisons de Crédit ; ils ont chance de trouver un prix d'émission assez rémunérateur.

On a souvent reproché aux banquiers d'induire les souscripteurs en erreur sur les véritables avantages de ces emprunts ; mais la plupart du temps c'est la faute du souscripteur lui-même qui est persuadé que l'on doit lui donner toutes garanties pour récupérer un intérêt souvent de 2 0/0 au-dessus du taux courant des emprunts ; le souscripteur n'admet pas qu'il puisse courir aucun risque ; mais sait-il si plus tard l'écrasement d'un État continental n'entraînera pas

une banqueroute totale comme on n'en a jamais vue dans l'histoire ! C'est à craindre pourtant, si les Puissances continuent à développer chez elles la paix armée, comme elles l'ont fait jusqu'à présent. Les États européens crouleront sous le fardeau de leurs armées colossales préparées en temps de paix, mais qui en temps de guerre ne produiraient sans doute pas tout l'effet attendu.

Quoiqu'il en soit ; si l'emprunt une fois fait dans un de ces pays, les fonds étaient soigneusement employés suivant les indications de l'emprunt, il n'y aurait pas tant de déceptions, et on n'aurait pas à reprocher à tort aux banquiers leur mauvaise foi ; car au moment de l'émission, ils sont liés par les conditions de l'emprunt. Ils ne peuvent les changer et si par la suite le gouvernement de cet État vient à modifier les dispositions primitivement établies, ce n'est pas une raison pour en rendre responsables les banquiers chargés de l'émission.

Quant à l'État emprunteur lui-même, le procédé de l'adjudication lui est excessivement avantageux en ce sens qu'il est pour ainsi dire sûr d'obtenir tous les fonds dont il a besoin, il n'a pas à craindre de mécomptes, tandis qu'avec la souscription ou tout autre procédé, il pourrait gravement se tromper.

Mais il y a le gros reproche de la cherté du procédé, est-il aussi onéreux qu'on veut bien le soutenir ? Nous ne le croyons pas, car les services rendus par le banquier adjudicataire dans ce cas là sont immenses et la commission perçue par lui n'est souvent

pas exagérée en raison des risques qu'il court.

Si l'adjudication pure est un procédé excellent pour un État à finances indécises, il n'en est pas de même tout à fait pour des États à finances bien établies comme notamment l'Angleterre, la France ou l'Amérique. Nous pensons qu'en ce cas le procédé préconisé par Léon Say et repris par M. Leroy-Beaulieu est bien préférable en ce sens qu'il coûte beaucoup moins cher que l'autre. Un État ayant adopté le système de la souscription-adjudication mixte donnera beaucoup plus de puissance à ses finances et le public se défendra de lui-même d'un certain agiotage comme il arrive bien souvent avec le procédé de la souscription pure; on l'a bien vu en France pour les deux grands emprunts de 2 et 3 milliards faits après la guerre de 1870. Chaque souscripteur spéculait sur la hausse probable de la rente, alors qu'on ne devrait jamais jouer à notre avis sur les valeurs d'État, ce qui ne peut être que nuisible au crédit public.

Même encore avec ce procédé nouveau, le gros de l'emprunt sera toujours momentanément absorbé par les gros banquiers et les grandes maisons de banque. Dans ce cas là ils agissent comme de véritables entrepositaires gardant un certain moment le trop plein, si les capitaux disponibles sont rares, et écoulant ensuite doucement les valeurs dans le public de façon à ne pas provoquer de crises. De plus, les grandes banques, par leur puissance d'expansion considérable, par leurs associés, correspondants, ou succursales dans toutes les grandes places impor-

tantes de l'étranger peuvent, si les capitaux sont rares à un certain moment chez elles, trouver facilement l'écoulement de la rente à l'étranger, et cela à l'avantage de l'État emprunteur, car petit à petit les valeurs finissent toujours par rentrer chez l'emprunteur, nous en donnerons comme exemples les fonds italiens et autrichiens.

On peut facilement s'en rendre compte en étudiant la répartition des souscriptions de l'emprunt de 3 milliards.

Il a produit 3.498.744.639 francs effectifs représentant avec les frais 207.026.310 francs de rentes et un capital nominal de 4.014.526.200 francs. Ce capital a été souscrit par 934.276 souscripteurs dont : 107.612 à l'étranger, soit un huitième.

En France, Paris avait souscrit pour sa seule part un capital de 13.252.455.930 francs et la province 4.513.445.566 francs, soit en tout 17 milliards 766 millions souscrits pour la France.

Si nous plaçons le montant des souscriptions étrangères en regard, nous trouvons : 26.050.195.054 francs (1). Cela n'a rien qui étonne quand on connaît les liens de famille qui unissent la haute banque française et la haute banque d'Allemagne, d'Angleterre et de Belgique. Dans ce cas tout particulier, il est piquant de remarquer qu'en somme l'Allemagne nous a fourni des capitaux pour payer une partie de son indemnité de 5 milliards, alors que si on avait

(1) Leroy-Beaulieu, op. cit. t. II, p. 381 et 608 et s.

laissé la France réduite à ses seuls moyens, on eût porté un coup sans doute mortel à son crédit.

Pour nous résumer, nous dirons que le grand avantage que nous trouvons à ce procédé de souscription-adjudication sur les autres modes existants ; c'est de permettre de placer l'emprunt au pair ou sensiblement au pair alors qu'avec les anciens procédés on était souvent obligé de laisser une marge de 20 à 25 0/0 : ce qui grevait d'autant les finances publiques en les reconnaissant débitrices d'une somme plus grande qu'elles n'avaient reçue, de sorte que croyant emprunter à 3 0/0, on empruntait réellement à 5 ou 6 0/0.

Nous ne sommes pas exposés à rencontrer dans le procédé de souscription-adjudication le défaut principal de la souscription, qui consiste à abaisser dans de trop grandes proportions le minimum souscriptible, de sorte qu'on est arrivé ainsi à absorber complètement les économies de la petite épargne, alors qu'il serait souvent préférable de la laisser libre au lieu de l'endiguer. Si le premier minimum de 5.000 francs de rentes auquel était fixé le quantum souscriptible au premier emprunt par souscription au début de la Restauration en 1818, était trop élevé, il semble aujourd'hui que le minimum de 3 francs admis pour les derniers emprunts soit beaucoup trop bas. C'est en abaissant ainsi le quantum souscriptible que l'emprunteur se trouve en face de souscriptions sans consistance, attirées qu'elles sont seulement par la réalisation d'un gain ou prime à court

délai. C'est pour cette raison qu'en ce qui concerne la Rente amortissable on était revenu à un minimum de 15 francs, chiffre presque universellement admis partout maintenant. C'est le taux qui convient, nous le croyons, quand on veut employer le procédé mixte de souscription et adjudication, car c'est l'intérêt de l'emprunteur que de ne recueillir que des souscriptions sérieuses.

On ne peut pas faire à notre système préféré le reproche que l'on a fait si souvent à la souscription publique ; c'est-à-dire de faire gratuitement aux banques, sans aucune contrepartie, des cadeaux considérables.

Les banquiers s'engageant en connaissance de cause trouvent naturellement moyen d'écouler ensuite leurs titres dans le public avec un bénéfice raisonnable.

Attendons avec confiance ce que nous réserve l'avenir pour la réalisation des emprunts par souscription-adjudication.

Vu : le Doyen, Vu : le Président de la thèse,
GLASSON. A. SOUCHON.

Vu et permis d'imprimer :
Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
GRÉARD.

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE PREMIER

GÉNÉRALITÉS SUR LES EMPRUNTS

	Pages.
§ I. — Importance de la Dette Publique dans les principaux États ; tendance générale vers l'emprunt..	3
§ II. — De l'emprunt dans ses rapports avec les autres procédés pour un État de se procurer les fonds dont il a besoin.....	7
§ III. — Caractère des emprunts en général ; leurs avantages.....	18
§ IV. — Modalités des emprunts.....	22
§ V. — De l'exagération des emprunts ; moyen d'y remédier par l'amortissement.....	28

CHAPITRE II

HISTORIQUE DES EMPRUNTS

SECTION I

Introduction à l'histoire des emprunts ; division du XIX ^e siècle en périodes pour chaque mode d'émission des emprunts.....	37
--	----

SECTION II

Historique.

	Pages.
§ I. — Origines de la Dette Publique en France 1536-1789.	40
§ II. — Les Finances de la Révolution à la fin de l'Empire 1789-1815.....	43
§ III. — Les emprunts sous la Restauration 1815-1830.....	46
§ IV. — Les emprunts sous la Monarchie de juillet 1830-1848.....	55
§ V. — Les emprunts sous la seconde République 1848-1852.....	59
§ VI. — Les emprunts sous le second Empire 1852-1870...	61
§ VII. — Les emprunts sous la troisième République, de 1870 à nos jours.....	66

CHAPITRE III

DES DIVERS MODES D'ÉMISSION DES EMPRUNTS

Considérations générales sur les divers modes d'émission des emprunts.....	81
--	----

SECTION I

De l'Adjudication.

— DEUX FORMES. — Adjudication avec concurrence ou par contrat passé directement avec une maison de banque.....	86
— SES ORIGINES EN ANGLETERRE.....	93
— SES AVANTAGES INCONTESTÉS.....	95
1 ^o Placement intégral de l'emprunt.	
2 ^o Réalisation immédiate de son montant.	
3 ^o L'État renseigné sur le taux d'émission.	
4 ^o Garanties assurées par la concurrence des banques.	
— SES AVANTAGES PLUS OU MOINS CONTESTÉS.....	97
1 ^o Moins coûteux que la souscription.	
2 ^o Plus favorable au petit rentier.	

- CRITIQUES FAITES A CE PROCÉDÉ D'ÉMISSION..... 99
 - 1° Commission trop forte prélevée par les banquiers, adjudicataires; réfutation de cette opinion.
 - 2° Prétendue coalition des banquiers pour écarter les concurrents.
 - 3° Cas des États à finances dépréciées; garanties à prendre.

SECTION II

De la Souscription publique.

- SON ORIGINE EN ANGLETERRE; ses débuts en France; succès croissant de 1854 à 1872..... 104
- CONDITIONS DE SUCCÈS DE LA SOUSCRIPTION PUBLIQUE; prix d'émission susceptible de monter; versements échelonnés; influence sur le Public..... 108
- SES INCONVÉNIENTS..... 111
 - 1° Échec possible si le crédit de l'État emprunteur faiblit.
 - 2° Le produit de l'emprunt ne rentre pas immédiatement dans les caisses de l'État.
 - 3° Placement de l'emprunt à un taux trop bas.
 - 4° Spéculation provoquée par ce procédé.
- COMPARAISON AVEC L'ADJUDICATION AU POINT DE VUE DES FRAIS; exemples de souscriptions publiques exagérées..... 115

SECTION III

Procédé d'émission, dit « Du Robinet ».

- SON EMPLOI EN 1878 EN VUE DE L'EXÉCUTION DU PLAN FREYCI-NET; insuccès au début..... 118
- SES AVANTAGES..... 120
 - 1° Il ne trouble pas le marché.
 - 2° Les titres sont classés immédiatement.

3° Ils peuvent revêtir immédiatement la forme nominative.	
4° Il n'immobilise pas l'argent dans les caisses du Trésor.	
5° Pas de commissions aux banques.	
6° L'émission se fait à l'heure favorable et à un taux variable.	
— ON PEUT REPROCHER AU « ROBINET » D'ÊTRE LENT ET PEU APPROPRIÉ AUX EMPRUNTS IMPORTANTS.....	124

SECTION IV

De la Souscription-Adjudication.

— USAGE DE CE SYSTÈME AUX ÉTATS-UNIS D'AMÉRIQUE DU NORD, DANS LA NOUVELLE-ZÉLANDE ET DANS L'AUSTRALIE DU SUD.....	125
— PROPOSÉ EN FRANCE EN 1873 PAR CANTAGREL ET LÉON SAY...	128
— SES AVANTAGES :	
1° Placement de l'emprunt à un taux élevé.....	129
2° Rapide classement de l'emprunt.	
3° Il réunit les avantages des deux systèmes de l'adjudication et de la souscription, sans en présenter les inconvénients.	

CONCLUSION	133
------------------	-----

